

Communication en matière de politique monétaire dans le sillage de la grande récession

N. Cordemans^(*)

Introduction

« Dans les limites de son mandat, la BCE est prête à faire tout ce qu'il faudra pour préserver l'euro. Et croyez-moi, ce sera suffisant ». Ces petites phrases prononcées par Mario Draghi, président de la BCE, le 26 juillet 2012 à Londres ont marqué un tournant dans la crise de la dette publique à laquelle la zone euro était confrontée depuis le début de 2010. Elles ont été suivies au début d'août par l'annonce d'un programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) visant à lever définitivement les doutes qui planaient sur l'irréversibilité de la monnaie unique. La mesure est toutefois restée inactivée depuis, tant la dissipation des tensions sur les marchés financiers et le mouvement de détente dans la crise de la dette souveraine amorcés à la fin de juillet 2012 se sont inscrits dans la durée.

Les effets des propos tenus à Londres par Mario Draghi illustrent à merveille le poids des mots dans la conduite actuelle de la politique monétaire. De nos jours, les banquiers centraux un peu partout sur la planète mettent un point d'honneur à s'expliquer et à bien se faire comprendre. La communication est érigée au rang d'instrument de la politique monétaire, à l'efficacité de laquelle elle participe grandement. Elle est en outre perçue comme une responsabilité démocratique de la banque centrale, qui s'est vu confier un mandat précis et bénéficie d'une grande indépendance pour y satisfaire.

La transparence et l'ouverture en matière de politique monétaire ne datent pas d'hier. Elles ont toutefois pris un nouvel élan ces dernières années, dans la foulée de la grande récession. Parmi les événements marquants,

figurent notamment les annonces, par la Réserve fédérale et par la Banque du Japon, d'objectifs quantitatifs en matière d'inflation, ainsi que la décision du Conseil des gouverneurs de la BCE de publier, à compter de janvier 2015, des comptes rendus de ses délibérations de politique monétaire (*Account*). Dans ce contexte, cet article s'attache à présenter les dernières initiatives en matière de communication des principales banques centrales des économies avancées, en prêtant une attention particulière à celles de l'Eurosystème. La première partie retrace brièvement l'historique de la communication des banques centrales et tente d'expliquer comment elles sont passées de l'ombre à la lumière. La deuxième partie commente les développements récents survenus aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et, plus particulièrement, dans la zone euro. Enfin, la troisième partie s'intéresse à un aspect parfois occulté mais non moins important de la communication des banques centrales, à savoir son accessibilité. Elle comprend une analyse empirique de l'évolution dans le temps de la complexité des déclarations de politique monétaire. La conclusion résume les principaux enseignements tout en offrant quelques pistes de réflexion pour l'avenir.

1. De l'ombre à la lumière

1.1 Secret, mystique et opacité

Durant la majeure partie du XX^e siècle, les banques centrales se sont terrées dans le secret, faisant reposer

(*) L'auteur remercie Jef Boeckx pour ses précieux commentaires et suggestions.

leurs actions sur une mystique relevant d'une approche quelque peu métaphysique de la politique monétaire. Cette dernière se fondait sur l'idée, largement répandue parmi les banquiers centraux, que la conduite de la politique monétaire relevait essentiellement d'un art dont l'accès et la pratique se devaient d'être réservés à une élite initiée. La nature ésotérique de cet art tenait quant à elle à l'impossibilité d'articuler ses principes en des termes explicites et intelligibles (Brunner, 1981, cité par Issing, 2005). Dans de telles conditions, il était attendu que les profanes n'usurpent pas les prérogatives des initiés et ne se mêlent dès lors pas au débat monétaire (Federal Reserve Board, 2004a).

Dans la pratique, l'opacité entourant la conduite de la politique monétaire a pris des formes diverses et variées à travers le temps et l'espace. Elle s'est en particulier traduite par l'absence d'objectifs ou de stratégies politiques explicites, par la non-publicité des décisions adoptées et des opérations menées, ou encore par le caractère vague, irrégulier ou ambigu des déclarations des autorités monétaires.

L'aphorisme utilisé en son temps par Montagu Norman, gouverneur de la Banque d'Angleterre de 1921 à 1944, illustre bien la vision de la politique monétaire qui a longtemps prévalu : « ne jamais s'expliquer, ne jamais s'excuser ». Certains propos tenus plus tard par Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale de 1987 à 2006, sont également révélateurs. Non sans humour, il avait affirmé en 1987 qu'il avait appris à « marmonner avec une grande incohérence » depuis son arrivée à la tête de la banque centrale américaine et, à un journaliste qui le remerciait à l'issue d'une conférence pour la clarté de son intervention, il aurait rétorqué : « Vous avez dû mal me comprendre ».

Par delà le fait qu'une certaine culture du secret puisse, historiquement, refléter des relations privilégiées avec le pouvoir politique, le statut originel de banque privée (Dincer et Eichengreen, 2007) ou le désir naturel d'une bureaucratie de maximiser son autorité et son prestige (Mishkin, 2004), certains arguments économiques justifiant un fonctionnement opaque de la politique monétaire ont également été mis en avant. À la fin des années 1970, le Federal Open Market Committee (FOMC) de la Réserve fédérale a ainsi par exemple motivé son opacité par le fait que la transparence⁽¹⁾ risquait d'avantager certains spéculateurs de grande taille, et dès lors d'être à la source d'une concurrence déloyale ; elle menaçait en outre d'entraîner des réactions inappropriées sur les marchés, d'accroître le coût de financement du gouvernement, de lier les mains des autorités monétaires, ou encore de compliquer le lissage des taux d'intérêt (Goodfriend, 1986)⁽²⁾.

Des arguments théoriques justifiant le secret dans lequel se sont longtemps drapées les banques centrales ont pour leur part été proposés par Cukierman et Meltzer (1986) dans un article fondateur consacré à la théorie de la crédibilité, de l'ambiguïté et de l'inflation en politique discrétionnaire et en présence d'asymétrie informationnelle. Ils ont montré qu'en instillant une certaine dose d'ambiguïté dans la conduite de leur politique, les autorités (monétaires) – dont les préférences en termes d'emploi et d'inflation sont supposées être variables au cours du temps – seraient à même de stimuler l'activité économique en prenant les agents économiques par surprise. De ce fait, le niveau optimal d'ambiguïté serait plus élevé que le niveau minimum autorisé par la technologie disponible. Enfin, l'opacité a un temps été présentée comme un moyen de s'affranchir d'un contrôle politique préjudiciable à la lutte contre l'inflation (Mishkin, 2004). Cette vision reposait sur la théorie de l'incohérence temporelle des politiques optimales, qui suggérait d'éloigner la conduite de la politique monétaire du gouvernement, et ce afin d'éviter les pressions politiques en faveur d'une orientation monétaire excessivement expansionniste destinée à exploiter l'arbitrage à court terme entre le chômage et l'inflation.

1.2 Transparence et ouverture

À compter du milieu des années 1970, les banques centrales des économies avancées vont progressivement changer leur fusil d'épaule en matière de communication. Lentement mais sûrement, le secret et l'opacité vont céder la place à la transparence et à l'ouverture, une évolution qui ira de pair avec de profondes transformations du cadre institutionnel, de la compréhension et de la pratique de la politique monétaire.

Deux développements majeurs ont amorcé la tendance : le passage aux taux de change flottants à la suite de l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973 et le phénomène de la stagflation dans les années 1970. La fin du régime de taux de change fixes fondé sur l'arrimage du dollar des États-Unis à l'or a supprimé l'ancrage nominal or-dollar qui prévalait et a offert une plus grande

(1) D'un point de vue économique, la transparence peut être définie comme l'absence d'asymétrie d'information (Geraats, 2013). La transparence en matière de politique monétaire s'apparente dès lors à la mesure dans laquelle l'information pertinente pour la conduite de celle-ci est rendue publique.

(2) Ces arguments à l'encontre de la transparence dans la conduite de la politique monétaire de la Réserve fédérale ont été consignés dans les archives judiciaires américaines à la suite de l'affaire Merrill contre FOMC (1975-1981). Dans le cadre de cette dernière, David Merrill, un étudiant de l'université de Georgetown, a poursuivi le Federal Open Market Committee en vertu de la loi sur l'accès à l'information (Freedom of Information Act) de 1966, requérant la publication de ses directives de politique et de ses minutes immédiatement après chaque réunion. Après plusieurs années de procédure, la justice américaine a tranché en faveur du FOMC, arguant que l'obligation de publication pouvait être levée dans la mesure où elle portait atteinte aux fonctions monétaires ou aux intérêts commerciaux du gouvernement. Les arguments du FOMC se fondent très largement sur la théorie monétaire et financière (cf. Goodfriend, 1986, pour plus de détails).

flexibilité aux pays pour mener une politique monétaire indépendante⁽¹⁾. Dans la perspective de préserver le pouvoir d'achat d'une monnaie devenue fiduciaire, elle a poussé les banques centrales à adopter un nouvel ancrage nominal. L'expérience de la stagflation dans les années 1970 a quant à elle démontré l'absence d'arbitrage systématique entre l'inflation et le chômage, et illustré le caractère vertical de la courbe de Phillips de long terme, relevé à la fin des années 1960 par Milton Friedman et Edmund Phelps. Elle va ainsi contribuer à faire accepter l'idée selon laquelle, à long terme, la banque centrale est uniquement capable d'influer sur l'inflation et non sur les variables réelles telles que la production et l'emploi.

Ces deux événements vont largement participer à l'adoption par les banques centrales des économies avancées de la stabilité des prix comme point d'ancrage nominal de la politique monétaire à compter du milieu des années 1970. Les travaux de recherche mettant en lumière les bénéfices et les facteurs de succès du contrôle de l'inflation ainsi que les exemples de bonnes pratiques vont par la suite progressivement renforcer l'attrait des autorités monétaires pour la transparence⁽²⁾⁽³⁾.

Premièrement, la solution qui sera privilégiée pour répondre aux problèmes de l'incohérence temporelle et du biais inflationniste des gouvernements sera l'indépendance des banques centrales. Un banquier central indépendant du pouvoir politique et conservateur – c'est-à-dire porté sur la stabilité des prix – émerge ainsi dans les années 1980 comme la condition d'une politique monétaire non inflationniste crédible. Dans ce contexte, l'opacité censée faire obstacle aux interférences potentielles du pouvoir budgétaire perd sa raison d'être. À l'inverse, la responsabilité démocratique (*accountability* en anglais) ressort comme le corollaire à l'indépendance: la banque centrale qui s'est vu confier un mandat sans disposer de légitimité démocratique se doit de rendre des comptes. Cette responsabilité passe en particulier par une communication étendue sur la manière dont elle s'efforce de remplir sa mission. Bien que le lien entre l'indépendance et la responsabilité ait rapidement été établi, il se renforcera progressivement, dans le contexte d'une évolution sociétale plus large marquée par une attention accrue portée à la responsabilité démocratique dans la gestion publique (Dincer et Eichengreen, 2014).

Deuxièmement, l'adoption en tant que telle d'un ancrage nominal tel qu'un engagement effectif à préserver la stabilité des prix va également induire une communication élargie avec le public. Pour remplir ses engagements, la banque centrale se doit en effet d'être crédible, de convaincre les agents économiques qu'elle est capable de les honorer et qu'elle est décidée à y parvenir. Autrement dit, elle

doit ancrer les anticipations d'inflation⁽⁴⁾. Pour ce faire, il importe que le public puisse acquérir une bonne compréhension de ce qu'elle fait et pourquoi; la banque centrale a dès lors intérêt à communiquer clairement sur ses objectifs, sur sa stratégie et sur ses décisions.

Enfin, troisièmement, émerge graduellement un consensus sur le rôle essentiel de la gestion des anticipations, non seulement en termes d'inflation, mais également en matière de politique monétaire au sens large⁽⁵⁾. Le taux d'intérêt pertinent pour les décisions de consommation et d'investissement est en effet le taux réel à long terme, qui reflète les attentes quant aux taux à court terme futurs, ainsi qu'une prime d'incertitude. De ce fait, c'est davantage l'évolution anticipée de la politique monétaire que l'orientation de cette dernière qui conditionne l'économie. La lisibilité et la prédictibilité de la politique monétaire ressortent dès lors comme des ingrédients de choix de son efficacité et passent par une communication soignée⁽⁶⁾. Le rôle dévolu à cette dernière apparaît plus grand encore lorsque les taux directeurs atteignent un niveau plancher et que, dès lors, la politique monétaire conventionnelle se révèle inopérante (pour de plus amples détails, cf. Woodford, 2012).

L'importance de la communication des banques centrales avec le public s'est renforcée au fil du temps, à mesure que les anticipations relatives à la politique monétaire future ont accru leur influence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. La libéralisation croissante des marchés des capitaux, les progrès dans les technologies de l'information et de la communication, de même que les interdépendances économiques et financières grandissantes

(1) Selon le triangle d'incompatibilité de Mundell, dans un contexte de mobilité des capitaux, la politique monétaire peut être orientée soit vers un objectif externe (tel le taux de change), soit vers un objectif interne (telle l'inflation), mais non vers les deux en même temps. Dans le cadre du système monétaire international institué à Bretton Woods en 1944, le maintien de parités fixes (bien qu'ajustables) vis-à-vis du dollar des États-Unis obligeait ainsi très largement les pays participants à subordonner leur politique monétaire à celle de la Réserve fédérale.

(2) Il convient de noter qu'en supprimant les inévitables réévaluations/dévaluations, qui requièrent la plus grande confidentialité pour éviter les attaques spéculatives, le passage aux taux de change flottants a, pour un certain nombre de banques centrales, levé un obstacle important à une plus grande transparence (Chant, 2003).

(3) Goodfriend (1986) a été l'un des premiers à offrir une critique détaillée du secret entourant le fonctionnement de la Réserve fédérale. Prenant appui sur la théorie des anticipations rationnelles - selon laquelle les agents forment leurs anticipations en tenant compte de l'ensemble de l'information disponible et sont supposés connaître le fonctionnement réel de l'économie -, il soulève le fait qu'une plus grande transparence doit permettre d'aligner plus étroitement les réactions des marchés sur les intentions des autorités monétaires. Sa conclusion (« Étant donné le caractère peu convaincant des arguments théoriques et la présomption selon laquelle le secret gouvernemental est incohérent avec un bon fonctionnement démocratique, d'autres travaux sont requis avant de conclure que l'opacité des banques centrales est socialement bénéfique ») ouvrira la voie à une remise en question plus fondamentale de l'opacité entourant la pratique de la politique monétaire.

(4) Comme l'illustre la courbe de Phillips augmentée des anticipations initialement développée par Milton Friedman, les anticipations d'inflation jouent en effet un rôle important dans la détermination de l'inflation.

(5) Cf. Woodford (2003).

(6) Si, d'un point de vue théorique et empirique, de puissants arguments en faveur de la transparence ont émergé, certains travaux relèvent toutefois qu'une plus grande transparence n'est pas nécessairement bénéfique, en particulier lorsque la divulgation d'informations est impure (cf. Geraats, 2013). Bien qu'un consensus général sur les bienfaits de la transparence dans la conduite de la politique monétaire semble aujourd'hui prévaloir, il subsiste par ailleurs toujours un débat sur son niveau optimal, lié notamment à l'environnement institutionnel de la banque centrale. Pour une discussion sur les limites de la transparence, cf. par exemple Cukierman (2009).

entre les pays, y ont contribué, en resserrant les liens entre les attentes et les décisions des agents économiques (BCE, 2002). Aussi les avancées dans le domaine des technologies de l'information et de la communication ont-elles élargi les capacités des banques centrales de communiquer en temps et en heure avec le plus grand nombre.

Comme évoqué ci-dessus, un mouvement en faveur d'une plus grande transparence dans la conduite de la politique monétaire s'est esquissé vers le milieu des années 1970, dans le cadre de l'adoption de cibles monétaires et d'une attention plus soutenue portée à la stabilité des prix à long terme. Dans la pratique, la véritable révolution s'est toutefois amorcée au début des années 1990, avec l'adoption du ciblage de l'inflation par la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, la Banque du Canada, la Banque de Suède et la Banque d'Angleterre. Le ciblage de l'inflation, qui consiste à définir une cible d'inflation explicite visant à ancrer les anticipations d'inflation, requiert a priori une transparence toute particulière, dans la mesure où son succès est étroitement lié à la crédibilité qu'accordent les marchés à la capacité et la détermination

de la banque centrale à atteindre son objectif (Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2001)⁽¹⁾. À des degrés divers et par paliers successifs, les banques centrales adeptes du ciblage de l'inflation vont ainsi multiplier leurs mesures de transparence, non seulement en rendant publiques une large quantité d'informations sur leurs objectifs et sur leurs stratégies, mais également en publiant des projections d'inflation, des rapports d'inflation et des minutes résumant les délibérations de leur comité de politique monétaire.

Les banques centrales ayant opté pour une autre stratégie de politique monétaire n'ont pas été en reste. La Réserve fédérale a par exemple décidé de faire part immédiatement de ses décisions de taux cible des fonds fédéraux à compter de février 1994 et, plus tard dans l'année, d'ajouter une description de l'économie ainsi qu'une

(1) Témoinant du niveau de transparence particulièrement élevé des banques centrales ayant adopté le ciblage de l'inflation, Eijffinger et Geraats (2006) mettent en évidence que, au cours de la période 1998-2002, les banques centrales les plus transparentes ont été la Réserve fédérale de Nouvelle-Zélande, la Banque de Suède, la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada. Ils notent toutefois que ce cadre de politique monétaire n'apparaît ni comme une condition nécessaire, ni comme une condition suffisante à la transparence

TABLEAU ÉVOLUTION DE LA TRANSPARENCE DES BANQUES CENTRALES

Fréquence de divulgation des informations (pourcentages)	1998	2004	2010
Transparence du cadre de politique monétaire			
Déclaration formelle en matière d'objectif(s)	90,8	95,0	96,6
Quantification des objectifs	44,2	60,8	66,4
Indépendance des instruments	34,2	49,2	53,4
Transparence en matière d'information économique			
Publication de projections	14,2	46,7	54,3
Projections trimestrielles, à moyen terme, pour l'inflation et le produit	3,3	11,7	19,8
Transparence en matière de prise de décision			
Stratégie de politique monétaire explicite	50,0	65,0	73,3
Minutes	5,0	9,2	16,4
Publication des votes	4,2	6,7	10,3
Transparence en matière de communication des décisions			
Annonce immédiate des décisions adoptées	15,0	40,0	46,6
Explication des décisions adoptées	12,5	32,5	43,1
Indications sur les actions de politique monétaire futures	0,0	2,5	4,3
Transparence dans la mise en œuvre des actions			
Évaluation des performances au regard de la principale cible opérationnelle	9,2	20,8	22,4
Information sur les perturbations touchant le processus de transmission	15,8	42,5	47,4
Taille de l'échantillon ⁽¹⁾	120,0	120,0	116,0

Source : Geraats (2013)

(1) La réduction de la taille de l'échantillon entre 2004 et 2010 s'explique par le fait que Chypre, Malte, la Slovaquie et la Slovénie ont rejoint la zone euro.

justification de ses décisions à la déclaration du FOMC. Ce n'est toutefois qu'à partir de mai 1999 que le FOMC a systématiquement publié une déclaration à l'issue de chacune de ses réunions. Dans le contexte d'une nouvelle loi élargissant son indépendance, la Banque du Japon a choisi en 1998 de communiquer directement ses décisions de politique monétaire et de publier les minutes des réunions et les résultats des votes de son Comité. La Bundesbank a pour sa part cultivé de longue date un goût prononcé pour la transparence en matière d'objectifs et de performances, qui s'est notamment manifesté au travers de nombreuses publications officielles. La stratégie de ciblage monétaire qu'elle a déployée dès le milieu des années 1970 – et qui inclut un objectif d'inflation – lui a directement servi de cadre pour signaler ses intentions et expliquer ses décisions au public (Posen, 1997). Modelé explicitement sur l'indépendance et la stratégie de la Bundesbank, l'Eurosystème a naturellement fait la place belle à la communication, qualifiée par Otmar Issing⁽¹⁾ de « pilier caché » de sa stratégie de politique monétaire (Issing, 1999). À titre d'illustration, le Conseil des gouverneurs a, dès l'automne de 1998, annoncé une définition quantitative de la stabilité des prix et une stratégie claire pour y parvenir. Depuis l'introduction de l'euro en janvier 1999, les décisions adoptées sont expliquées et justifiées invariablement lors d'une conférence de presse du président⁽²⁾ et dans le Bulletin mensuel (devenu en 2015 Bulletin économique) qui reprend en outre une analyse détaillée de la situation économique et des risques pour la stabilité des prix.

Les années 2000 vont être le théâtre d'une seconde vague de transparence et d'ouverture accrue des banques centrales, qui ne s'est pas limitée aux économies avancées⁽³⁾. Comme l'indique le tableau ci-dessus, en 2010, une large majorité des banques centrales de par le monde faisaient usage d'une stratégie de politique monétaire explicite, tandis que plus de la moitié publiaient des projections macroéconomiques chiffrées. Bien que toujours marginales, la publication de minutes reprenant les délibérations de politique monétaire et la publication des résultats des votes au sein des comités étaient quant à elles en nette progression. La fourniture d'explications parallèlement aux décisions s'était également sensiblement répandue. Enfin, un certain nombre de banques centrales s'étaient mises à fournir des explications quant à la direction, au calendrier ou au rythme probable des changements de politique. Après la Banque de réserve de Nouvelle Zélande en 1997, la Banque de Norvège et la Banque de Suède ont décidé de publier la trajectoire attendue de leurs taux directeurs respectivement en 2005 et en 2007. La Banque du Japon a offert des orientations prospectives (*forward guidance*) sur ses taux directeurs pour la première fois en septembre 1999 et, en mai de la même année, la Réserve fédérale a commencé à donner des indications

sur l'évolution possible de sa politique monétaire, avant de recourir à des orientations prospectives à proprement parler en 2003.

2. Un nouvel élan dans le sillage de la crise

La tendance de fond en faveur d'une communication élargie des banques centrales amorcée dans les années 1970 ne s'est jamais démentie. La transparence et l'ouverture ont même pris un nouvel élan dans le contexte de la récente crise économique et financière, laquelle a constitué un énorme défi pour les autorités monétaires de la planète. D'abord, ces dernières ont largement communiqué sur les développements macroéconomiques, sur les risques pour la stabilité des prix et sur les mesures qu'elles ont prises pour satisfaire à leur mandat. La complexité de la situation et le regain d'incertitude ont requis une communication plus intense en vue d'expliquer et de rassurer. Ensuite, les banques centrales ont directement usé de la communication comme d'un instrument de politique monétaire. La communication sur les intentions à venir de la banque centrale renseigne sur sa fonction de réaction et permet d'aligner les attentes du secteur privé en matière d'inflation et de taux d'intérêt sur les intentions de la banque centrale. Face à l'ampleur des chocs subis par les économies et du fait de la borne inférieure de zéro pour les taux nominaux, elle s'est naturellement imposée pour peser davantage sur l'orientation de la politique monétaire en façonnant directement le segment à plus long terme de la courbe des rendements réels. Enfin, les banques centrales ont pris des mesures sans précédent pour stabiliser le système financier, jouant pleinement leur rôle de prêteur en dernier ressort. Afin de préserver la confiance du public et d'asseoir leur légitimité démocratique dans ce contexte, elles ont dû faire preuve de clarté dans leurs actions et leurs opérations.

Pour illustrer ce nouvel élan, nous parcourons ci-après les avancées récentes en matière de communication des principales banques centrales des économies avancées que sont la Réserve fédérale, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre et l'Eurosystème⁽⁴⁾. Du fait de leur ampleur et parce qu'ils nous concernent plus directement,

(1) Premier économiste en chef de la BCE et membre de son Directoire de 1998 à 2006.

(2) À ce titre, la BCE peut être considérée comme plus ouverte et plus transparente que la Bundesbank, dont les décisions étaient seulement annoncées dans un communiqué de presse. Les dirigeants de la Bundesbank n'allaient pas non plus devant le Bundestag, alors que les membres du Directoire de la BCE sont régulièrement auditionnés par le Parlement européen.

(3) Cf. Dincer et Eichengreen (2014) ou Geraats (2013) pour une revue détaillée des avancées en matière de transparence au cours de la période 1998-2010.

(4) En annexe, un tableau récapitulatif reprend, pour chacune de ces banques centrales, les principales mesures de transparence adoptées et la date à laquelle elles ont été introduites.

les développements relatifs à ce dernier font l'objet d'une attention toute particulière.

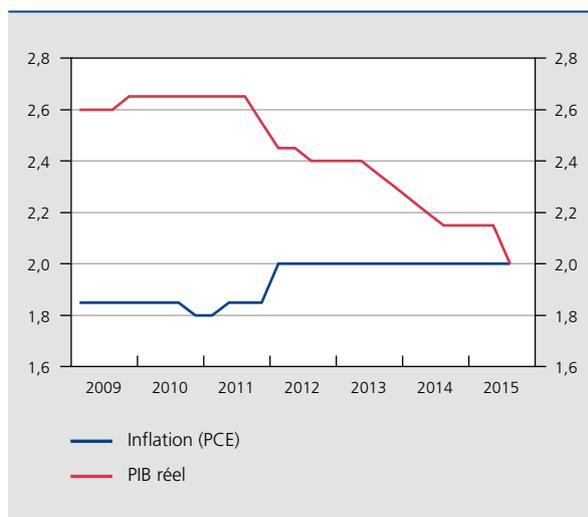
2.1 Réserve fédérale

Sous l'impulsion de Ben Bernanke, son président de 2006 à 2014, la Réserve fédérale n'a pas ménagé ses efforts pour accroître sa transparence et renforcer sa légitimité démocratique. Si les récentes initiatives ont été nombreuses, elles n'ont toutefois fait qu'accélérer un processus graduel entamé en 1977, avec l'attribution de deux objectifs fondamentaux de politique monétaire. Parmi les points faibles de la Réserve fédérale à la veille de la récente crise, citons en particulier son manque de transparence en termes d'objectifs, dû à la multiplicité ainsi qu'à l'absence de priorisation et de quantification de ceux-ci. En matière de prise de décision, la Réserve fédérale ne disposait par ailleurs d'aucune stratégie explicite décrivant son cadre de politique monétaire. Enfin, la faible fréquence de publication de ses projections économiques a été épinglée (Eiffinger et Geraats, 2006). Parmi ses points forts, notons en revanche que la Réserve fédérale publiait depuis un certain temps déjà des minutes, le résultat des votes au sein du FOMC, ainsi que les transcriptions de ses réunions. Les membres du FOMC jouissaient en outre déjà d'une longue tradition d'interventions devant le Congrès. Plusieurs des récentes initiatives ont contribué à pallier les lacunes par rapport aux banques centrales jugées les plus transparentes.

En novembre 2007, le FOMC a ainsi annoncé qu'afin d'accroître sa responsabilité démocratique et d'améliorer la compréhension par le public de sa conduite de la politique monétaire, il entendait augmenter la fréquence et le contenu des projections économiques de ses membres. Il a convenu de faire passer la fréquence des projections de deux à quatre par an et d'étendre l'horizon de projection à trois ans, contre deux auparavant. En outre, il a décidé de publier des projections individuelles pour l'inflation globale, parallèlement à celles pour la croissance réelle, le taux de chômage et l'inflation sous-jacente. Les projections relatives à la croissance nominale du PIB ont en revanche été abandonnées. Depuis 1979, les projections des membres étaient communiquées de manière synthétique dans le rapport semestriel sur la politique monétaire de la Réserve fédérale au Congrès et dans les minutes des réunions du FOMC. Depuis avril 2011, les fourchettes de projection et les tendances centrales sont toutefois rendues publiques lors d'une conférence de presse du président. En février 2009, des projections à long terme ont pour la première fois également été publiées pour l'inflation globale, la croissance réelle et le taux de chômage. Il est intéressant de noter que les projections d'inflation à long terme ne sont pas très éloignées de l'objectif de 2 % qui sera défini

GRAPHIQUE 1 SYNTHÈSE DES PROJECTIONS ÉCONOMIQUES À PLUS LONG TERME DES MEMBRES DU FOMC

(tendance centrale⁽¹⁾, valeur centrale, croissance annuelle)



Source : Federal Reserve Bank of St Louis.

(1) La tendance centrale exclut les trois projections les plus hautes et les trois projections les plus basses pour chaque variable.

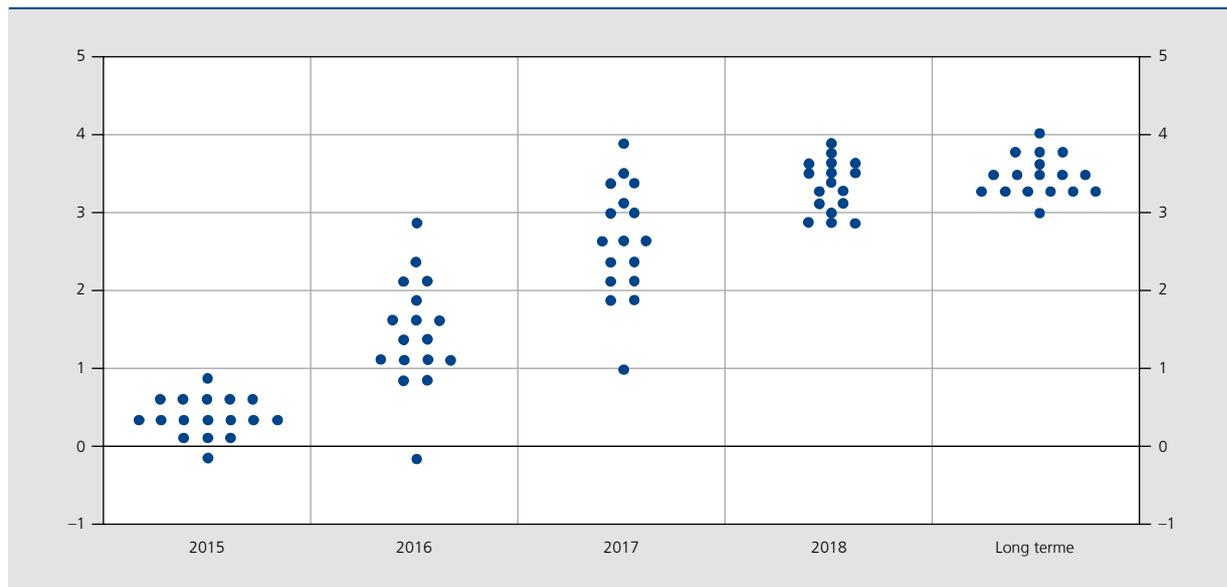
par la suite. La décision de publier des projections à long terme pour l'inflation peut ainsi être interprétée comme une première étape sur la voie de l'adoption d'un objectif quantitatif.

Deux étapes d'importance ont été franchies en janvier 2012. D'une part, le FOMC a commencé à publier les projections individuelles de ses membres pour le taux cible des fonds fédéraux. Ces projections concernent le taux attendu à la fin de l'année en cours et des trois années suivantes, de même que le taux à long terme. Elles sont notamment reprises dans un graphique à points (*dot plot*) publié avec les projections économiques. Ces projections de taux sont anonymes, mais elles témoignent du sentiment des membres du FOMC quant aux perspectives économiques et à l'orientation attendue de la politique monétaire. À long terme, elles offrent en outre des indications sur le taux d'équilibre, à savoir le taux censé prévaloir lorsque l'activité économique a atteint son niveau potentiel et en l'absence de tensions sur les prix.

D'autre part, le FOMC a fait une déclaration reprenant ses objectifs à long terme et sa stratégie de politique monétaire. Il a pour la première fois fixé un objectif à long terme explicite de 2 % pour l'inflation mesurée sur la base des dépenses de consommation des ménages (inflation PCE). Le FOMC a indiqué que communiquer clairement cet objectif au public contribuait au bon ancrage des anticipations d'inflation et favorisait dès lors la stabilité des prix et le niveau modéré des taux d'intérêt à long terme, ce qui

GRAPHIQUE 2 PROJECTIONS POUR LE TAUX CIBLE DES FONDS FÉDÉRAUX EN SEPTEMBRE 2015

(valeurs centrales attendues à la fin de l'année calendrier)



Source : FOMC.

renforçait sa capacité à promouvoir un emploi maximum dans un contexte économique perturbé. Autrement dit, le FOMC a considéré qu'établir une cible numérique pour l'inflation l'aidait à remplir son double mandat de plein emploi et de stabilité des prix.

Enfin, au cours des dernières années, la Réserve fédérale a largement communiqué sur l'évolution à venir de sa politique monétaire. Elle a adopté des orientations prospectives qualitatives sur ses taux directeurs dès décembre 2008, après avoir conduit le taux cible des fonds fédéraux à son niveau plancher effectif, correspondant à une fourchette de 0 à 0,25%. En septembre 2011, elle a apporté des précisions temporelles, en annonçant que les conditions économiques justifiaient de maintenir les taux à un niveau plancher à tout le moins pendant deux années, tandis qu'entre décembre 2012 et mars 2014, elle a fixé des seuils spécifiques, clarifiant les facteurs-clés qui influenceraient les changements futurs de sa politique. Au-delà des indications sur les mouvements attendus de ses taux directeurs, la Réserve fédérale a également communiqué sur les facteurs influençant la taille, le rythme et la composition de ses acquisitions de titres. C'est le cas spécifiquement pour son dernier programme d'achats d'actifs en date, stoppé en octobre 2014. Lors de son adoption en septembre 2012, la Réserve fédérale n'a pas arrêté de date de clôture mais a affirmé que le programme se poursuivrait « jusqu'à ce que des améliorations substantielles soient visibles sur le marché du travail, dans un contexte de stabilité des prix ». Elle a par

la suite modifié à plusieurs reprises ses indications (pour plus de détails, cf. par exemple Cordemans et Ide, 2014, ou Engen et al., 2015).

2.2 Banque du Japon

Dans la foulée de la nouvelle loi régissant la Banque du Japon entrée en vigueur en avril 1998, cette dernière avait consenti un certain nombre d'efforts en vue d'accroître sa transparence en matière de politique monétaire. Elle avait notamment promu la divulgation d'informations à travers différents canaux tels que la publication de minutes et d'un rapport mensuel sur les développements économiques et financiers, ou encore la tenue de conférences de presse, d'auditions devant le Parlement ou de discours. En dépit de ces avancées, la Banque du Japon apparaissait néanmoins, il y a quelques années encore, comme relativement opaque (Eiffinger et Geraats, 2006). Elle n'avait pas défini quantitativement son objectif de stabilité des prix et ne disposait pas d'un cadre de politique monétaire explicite. En outre, elle n'offrait pas systématiquement d'explications après chacune des réunions de son Comité de politique monétaire. La Banque du Japon fait toutefois partie des banques centrales dont le niveau de transparence a le plus augmenté au cours de la période récente.

Après avoir introduit un nouveau cadre pour la conduite de sa politique monétaire en mars 2006, la Banque du

Japon a décidé, en juillet 2008, d'étendre sa stratégie de communication « dans le contexte d'une situation économique changeante et de perspectives incertaines ». Elle a justifié son choix par sa volonté de fournir en temps utile des explications exhaustives sur la situation économique et sur les perspectives de l'économie et des prix, ainsi que sur les facteurs de risque, conformément à son cadre de conduite de la politique monétaire. Premièrement, elle a ainsi annoncé que, dorénavant, après chaque réunion de politique monétaire – et non pas uniquement après celles ayant donné lieu à un changement de politique –, elle communiquerait, parallèlement à la décision de politique, une évaluation synthétique de la situation en termes économiques et de prix, ainsi que la vision de la Banque concernant la conduite future de sa politique monétaire. Deuxièmement, elle a choisi de porter l'horizon de projection de ses prévisions économiques à trois ans, contre deux précédemment. Troisièmement, elle a convenu d'une publication trimestrielle des prévisions de la « majorité des membres » de son Comité de politique monétaire⁽¹⁾ et des graphiques relatifs à la balance des risques. Enfin, quatrièmement, elle a annoncé que les minutes des réunions de politique monétaire seraient systématiquement publiées, sous réserve de leur approbation, à l'issue de la réunion suivante.

En décembre 2009, soucieuse de surmonter la déflation et de revenir sur un sentier de croissance compatible avec la stabilité des prix, la Banque du Japon a « clarifié » sa conception de la stabilité des prix à moyen/long terme. En avril 2009 déjà, elle avait indiqué que la stabilité des prix s'entendait comme une croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) « au sein d'une fourchette approximative comprise entre 0 et 2 %, la plupart des membres du Comité considérant un chiffre médian autour de 1 % ». En décembre 2009, elle a précisé que les membres du Comité ne toléreraient pas un taux de croissance annuelle de l'IPC inférieur ou égal à 0 % et que, dès lors, la stabilité des prix devait être entendue comme une inflation positive de 2 % ou moins, la plupart des membres du Comité considérant un taux médian de 1 %. En février 2012, dans le but d'affirmer sa détermination à vaincre la déflation, un objectif explicite de « 1 %, pour l'heure » a été établi. En octobre de la même année, la Banque du Japon et le gouvernement ont en outre communiqué conjointement sur leur préoccupation de venir à bout de la déflation « aussi vite que possible » et sur leur engagement à « travailler ensemble » pour y parvenir. La Banque a fait savoir qu'elle entendait atteindre son objectif d'inflation « par un assouplissement monétaire significatif, poursuivant sa politique de taux zéro et implémentant son programme d'achats d'actifs principalement à travers l'acquisition d'actifs financiers ». Elle a précisé qu'elle continuerait de la sorte jusqu'à ce que

son objectif de 1 % soit en vue. Enfin, en janvier 2013, la Banque du Japon a révisé son objectif de stabilité des prix à moyen/long terme et a décidé d'introduire une « cible de stabilité des prix », fixée à 2 % en termes de croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation. La Banque a annoncé qu'elle maintiendrait sa politique accommodante de manière à atteindre cette cible dès que possible. Une note reprenant le détail de la « nouvelle » conception de la stabilité des prix de la Banque du Japon a été publiée en parallèle (Bank of Japan, 2013a).

En juin 2015, le Comité de la Banque du Japon a fait part de sa décision unanime d'étendre les délibérations de politique monétaire et d'élargir la communication de la Banque en la matière. Il a ainsi indiqué que, à partir de janvier 2016⁽²⁾ : (1) le rapport sur les perspectives en matière d'activité économique et de prix (*Outlook Report*) serait publié sur une base trimestrielle et non plus semestrielle, (2) outre les prévisions du Comité, les prévisions individuelles de chacun de ses membres, ainsi que leurs évaluations individuelles des risques, seraient publiées, (3) un document résumant les opinions exprimées durant les réunions serait publié environ une semaine après leur tenue, et (4) le nombre de réunions serait ramené d'environ 14 actuellement à 8 par an.

Tout comme elle l'avait déjà fait en 1999, la Banque du Japon a enfin récemment donné des orientations prospectives sur sa politique monétaire. En octobre 2010, dans le contexte de sa politique d'assouplissement monétaire étendu (*comprehensive monetary easing* ou CME), elle avait annoncé que sa politique de taux zéro serait maintenue « aussi longtemps que son objectif en termes de stabilité des prix ne serait pas atteint, sous réserve de risques significatifs, en ce compris l'accumulation de déséquilibres financiers ». En outre, lors du lancement de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif (*quantitative and qualitative easing* ou QQE) en avril 2013, elle a indiqué que ce programme d'achats d'actifs visait à atteindre sa cible de 2 % en matière de stabilité des prix aussi rapidement que possible, sur un horizon de deux ans. Le lancement de ce programme a été accompagné de déclarations soulignant sa ferme intention d'éliminer les anticipations déflationnistes, en communiquant l'orientation de sa politique monétaire aux marchés, aux entreprises et aux ménages de manière « claire et intelligible » (Bank of Japan 2013b). Il convient de noter que la politique de QQE de la Banque du Japon l'a conduite à faire passer sa cible opérationnelle du taux des prêts au jour le jour non garantis à la base monétaire. Ses orientations

(1) Les prévisions de la majorité des membres du Comité de politique monétaire consistent en des fourchettes fondées sur les prévisions individuelles de chaque membre, dont les prévisions la plus haute et la plus basse ont été retranchées.

(2) Dans la mesure où le plan reçoit l'approbation du Cabinet du Premier ministre.

prospectives sur la période récente ont dès lors porté sur la taille et sur la composition de son bilan, et non plus sur ses taux directeurs.

Bien qu'une certaine hausse des anticipations d'inflation ait été observée, ces dernières restent à ce jour fort éloignées de l'objectif de 2 % défini en 2013 (Boeckx et al., 2015).

2.3 Banque d'Angleterre

La Banque d'Angleterre fait partie des premières banques centrales à avoir adopté le ciblage de l'inflation, en 1992. Bien avant la crise, elle s'était dans ce cadre déjà bâti une solide réputation en matière de transparence, en communiquant régulièrement ses vues sur les perspectives économiques et ses projections en matière de croissance du PIB et d'inflation, de même qu'en présentant les facteurs sous-jacents à ses changements de politique. Déjà avant la crise, ses principaux outils de communication comprenaient un rapport d'inflation publié sur une base trimestrielle assorti d'une conférence de presse, la publicité des minutes des réunions du Comité de politique monétaire ainsi que celle des votes au sein du Comité et des auditions régulières devant le Parlement. Parmi les quelques points noirs, on peut noter que la Banque d'Angleterre n'offrait pas d'explications immédiates de ses décisions de politique monétaire ni d'indications sur sa politique future, que ce soit sous la forme d'une conférence de presse ou d'une déclaration.

Si elle a pu compter sur son arsenal existant, dans le contexte de la crise, la Banque d'Angleterre a néanmoins choisi d'élargir davantage encore sa communication, notamment afin d'expliquer ses mesures de politique non conventionnelles, telle sa politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* ou QE), adoptée au début de 2009. Face à la faiblesse de la reprise économique et dans le but de préserver l'orientation accommodante de sa politique monétaire, la Banque d'Angleterre a en outre introduit, pour la première fois en août 2013, des orientations prospectives explicites, en liant l'évolution de son taux directeur et celle de son stock d'actifs au niveau du taux de chômage. Le détail des raisons pour lesquelles le Comité estime que ces indications explicites ont pu contribuer à l'efficacité de la conduite de sa politique monétaire a fait l'objet d'un document exhaustif rendu public (Bank of England, 2013).

Enfin, en décembre 2014, la Banque d'Angleterre a annoncé la refonte la plus significative de la manière dont elle présente et explique ses décisions de taux d'intérêt depuis son accession à l'indépendance en 1997, et ce

afin « d'accroître sa transparence et sa responsabilité démocratique vis-à-vis du peuple anglais ». Premièrement, le Comité a indiqué qu'il publiera, à compter de mars 2015, la transcription des réunions de politique monétaire après huit ans. Il a considéré que ce délai garantissait un juste équilibre entre la nécessité d'offrir aux membres une liberté de délibération et les impératifs de responsabilité démocratique et de transparence qui caractérisent ses activités. Deuxièmement, le Comité a affirmé son intention de publier, à compter d'août 2015, les minutes des discussions et, les mois concernés, le Rapport d'inflation, en même temps que la décision de politique monétaire. Il considère en effet qu'une seule annonce rassemblant l'ensemble de ces informations devrait accroître l'efficacité de sa communication, en rendant le signal de politique monétaire aussi clair que possible. Enfin, troisièmement, le Comité de politique monétaire a décidé de ramener de douze à huit le nombre de ses réunions à compter de 2016.

2.4 Eurosysteme

Si, dès ses débuts, l'Eurosysteme a fait preuve d'un niveau relativement élevé de transparence, peu d'avancées majeures ont été observées entre sa création en juin 1998 et la récente crise. Deux développements méritent toutefois d'être relevés. Le premier est la décision du Conseil des gouverneurs, en mai 2003, de clarifier la définition de la stabilité des prix arrêtée en 1998. Il a ainsi confirmé qu'il entendait poursuivre un objectif de stabilité des prix à moyen terme en visant un taux d'inflation inférieur à 2 %, tout en précisant qu'il visait un taux proche de 2 %. Cette clarification souligne en particulier la préoccupation du Conseil des gouverneurs de se prémunir contre le risque de déflation. Elle a par ailleurs été jugée nécessaire pour tenir compte d'un éventuel biais de mesure de l'IPCH et des différentiels d'inflation entre les pays de la zone euro. Le deuxième développement pertinent est le passage d'un rythme semestriel à un rythme trimestriel des projections d'inflation et de production à compter de juin 2004. Le point faible de l'Eurosysteme, régulièrement mis en exergue, a toujours été l'absence de publication des minutes ou des votes éventuels au sein du Conseil des gouverneurs. La période récente se caractérise à la fois par une communication plus étendue, par l'usage de cette dernière à des fins instrumentales et par la création d'un nouvel outil de communication.

Durant toute la crise, la BCE a rendu sa communication plus explicite, afin de continuer à gérer les anticipations des agents économiques dans un environnement devenu particulièrement complexe et incertain. Usant de ses outils de communication « traditionnels », tels

les conférences de presse de son président, les communiqués de presse ou les discours des membres de son Directoire, elle a continuellement réaffirmé son mandat, expliqué l'orientation à moyen terme de celui-ci, sa perspective d'ensemble et le caractère symétrique de la stabilité des prix. Elle a ainsi cherché à préserver un bon ancrage des anticipations d'inflation, en brisant tant les craintes d'une inflation excessive que celles d'une spirale déflationniste, dans un contexte marqué à la fois par un haut niveau d'endettement et par un ajustement des bilans (ECB, 2014a). La BCE a par ailleurs plus largement partagé sa perception des évolutions économiques et financières, et elle a discuté explicitement des variables qu'elle jugeait pertinentes pour la conduite de sa politique monétaire⁽¹⁾. Enfin, elle a naturellement expliqué les tenants et les aboutissants des nombreuses – et, pour la plupart, non conventionnelles – mesures de politique monétaire qu'elle a déployées pour faire face à la récession et aux perturbations dans la transmission de sa politique monétaire.

En 2013, confronté aux limites de l'instrument des taux d'intérêt et à diverses contingences, l'Eurosystème a étoffé sa communication en choisissant de donner des orientations prospectives sur les mouvements de ses taux directeurs, de fournir des indications sur ses intentions de politique futures et de clarifier sa fonction de réaction. Dans le but de rassurer sur l'orientation à venir de sa politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a ainsi rompu avec son « mantra » de « ne jamais s'engager à l'avance » (*to never pre-commit*), célèbre sous l'ère Trichet. Plus récemment, il a également offert des orientations prospectives dans le cadre de son programme étendu d'achats d'actifs annoncé le 22 janvier 2015.

Enfin, en 2014, l'Eurosystème a décidé de se doter d'un nouvel outil de communication en publiant, à partir de janvier 2015, des comptes rendus des délibérations du Conseil des gouverneurs. Il a par la même occasion annoncé que la fréquence des réunions de politique monétaire serait revue à la baisse.

Les décisions d'offrir des indications sur l'évolution future de sa politique monétaire et de publier des comptes rendus des réunions de son Conseil des gouverneurs marquent toutes deux des ruptures importantes dans la conduite et dans la transparence de la politique monétaire de l'Eurosystème. Elles commandent à ce titre d'être abordées plus en détail. La question de la réduction du nombre de réunions s'inscrit pour sa part dans une tendance globale, comme en témoignent les récentes décisions de la Banque du Japon et de la Banque d'Angleterre. Toutes ces banques centrales rejoignent ainsi la Réserve fédérale, la Banque du Canada et la Banque de

réserve de Nouvelle-Zélande au sein du club des autorités monétaires dont les comités se réunissent huit fois par an. Elle mérite également d'être commentée.

ORIENTATIONS PROSPECTIVES

Lors de sa réunion de juillet 2013, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé que « l'orientation de sa politique monétaire demeurerait accommodante aussi longtemps que nécessaire » et qu'il prévoyait que « les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée ». Il a précisé que cette anticipation se fondait « sur le maintien, à moyen terme, de perspectives d'inflation globalement modérées, compte tenu de la faiblesse généralisée de l'économie réelle et de l'atonie de la dynamique monétaire ». C'était la première fois dans son histoire qu'il donnait des indications explicites sur l'orientation de sa politique monétaire. Ces dernières sont survenues dans le contexte d'une reprise économique encore fragile et d'un recul de l'inflation. Elles ont fait suite à une remontée sensible et injustifiée des taux d'intérêt dans la zone euro amorcée au printemps de 2013, dans la foulée de déclarations du président de la Réserve fédérale évoquant une possible diminution des achats d'actifs de la banque centrale américaine (pour plus de détails, cf. Boeckx et al., 2013). Le Conseil des gouverneurs a depuis lors continuellement réaffirmé ses orientations prospectives sur les taux directeurs de la BCE.

En offrant des indications sur le niveau attendu des taux d'intérêt futurs, sous réserve des perspectives en matière de stabilité des prix, les orientations prospectives contribuent à clarifier à la fois l'évaluation de la situation macroéconomique par la banque centrale et sa fonction de réaction. Elles jouent ainsi sur les deux composantes du canal des anticipations de la transmission de la politique monétaire. Comme elles réduisent l'incertitude, elles sont particulièrement indiquées en période de crise. Elles permettent en outre de peser plus directement sur les taux d'intérêt à long terme et constituent dès lors un précieux instrument de politique monétaire lorsque les taux directeurs s'approchent de leur borne inférieure⁽²⁾. Elles contribuent ainsi au bon ancrage des anticipations d'inflation et autorisent un contrôle plus étroit de l'orientation de la politique monétaire.

Au-delà des indications sur l'évolution attendue des taux d'intérêt, compte tenu du risque d'une période prolongée

(1) Dans son discours prononcé à Jackson Hole en août 2014, Mario Draghi (ECB, 2014c) a ainsi par exemple indiqué que le taux des swaps à cinq ans dans cinq ans était la mesure habituellement utilisée par la BCE pour juger du bon ancrage des anticipations d'inflation à moyen terme.

(2) Pour une discussion plus détaillée des orientations prospectives de la BCE, cf. Praet (2013).

de faible inflation, la BCE a également présenté, en avril 2014, un certain nombre de contingences, de même que les réactions de politique monétaire appropriées (ECB, 2014a).

La première contingence consistait en un durcissement injustifié de l'orientation de la politique monétaire (résultant d'évolutions extérieures), auquel la BCE répondrait par l'adoption de nouvelles mesures conventionnelles. La deuxième envisageait une détérioration persistante du canal du crédit bancaire, qui donnerait lieu à des mesures ciblées d'assouplissement du crédit. Enfin, la dernière contingence considérait la possibilité d'une dégradation des perspectives d'inflation à moyen terme et/ou d'un affaiblissement de l'ancrage des anticipations d'inflation, ce qui justifierait le lancement d'un programme étendu d'achats d'actifs.

Faisant preuve de cohérence, le Conseil des gouverneurs a réagi à la matérialisation de ces contingences en prenant une panoplie de nouvelles mesures de politique monétaire à la fin de 2014 et au début de 2015. D'abord, il a abaissé ses taux directeurs à deux reprises, en juin et en septembre 2014, ramenant le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à 0,05 %, celui de la facilité de prêt marginal à 0,30 % et celui de la facilité de dépôt à -0,20 %. Ensuite, il a annoncé en juin 2014 qu'il allait procéder à une série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* ou TLTRO), de manière à encourager les banques à prêter au secteur privé. Enfin, il a choisi d'assouplir davantage sa politique monétaire en adoptant en septembre 2014 un programme d'achats d'actifs du secteur privé. En janvier 2015, ce dernier a été intégré dans un programme plus large comprenant également des achats massifs d'obligations souveraines. Le Conseil des gouverneurs a alors fait savoir que les achats mensuels, fixés à 60 milliards d'euros, « devraient être effectués jusque septembre 2016 » et qu'ils seraient en tout cas réalisés jusqu'à ce qu'il observe « un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à [son] objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ». La nature « ouverte » du programme étendu d'achats d'actifs témoigne de la détermination de l'Eurosystème à agir autant que nécessaire. En influençant les anticipations des agents économiques, elle joue ainsi un rôle de stabilisateur automatique qui réduit l'incertitude en matière d'inflation et contribue à leur bon ancrage.

Le Conseil des gouverneurs s'est par la suite continuellement montré prêt à user de tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat pour réagir, si besoin en était, à un (nouveau) durcissement injustifié de sa politique monétaire.

PUBLICATION DE COMPTES RENDUS

La question de la publication des minutes relatant les délibérations du Conseil des gouverneurs a fait couler beaucoup d'encre depuis la création de la Banque centrale européenne. La décision initiale de ne pas publier de comptes rendus exhaustifs des réunions de politique monétaire a fait l'objet de critiques récurrentes et a conduit de nombreux observateurs à conclure que la BCE était moins transparente que ses pairs.

Plusieurs arguments avaient présidé à cette décision. Premièrement, aucune des banques centrales des pays de la zone euro ne publiait de minutes des délibérations de son organe de décision avant la mise en place de l'union monétaire. Deuxièmement, contrairement à d'autres banques centrales, telle la Réserve fédérale, la BCE avait fait le choix d'expliquer et de justifier systématiquement ses décisions immédiatement après les réunions de son Conseil des gouverneurs, à travers une déclaration et une conférence de presse de son président suivie d'une séance de questions-réponses. Fournir des explications et des justifications ex post dans des minutes publiées avec un décalage de plusieurs semaines n'apparaissait dès lors pas comme essentiel. Troisièmement, il avait été considéré que la publication de minutes risquait de porter atteinte au caractère franc et ouvert des discussions. La non-publicité des débats était en effet perçue comme un gage d'indépendance des membres du Conseil des gouverneurs et devait ainsi les inciter à s'en tenir à une perspective européenne et non nationale. Alternativement, la publication de minutes faisait courir le risque de déplacer le véritable débat lors des réunions informelles du Conseil des gouverneurs, ce qui aurait considérablement grevé leur pertinence (Bini-Smaghi et Gros, 2001). Enfin, quatrièmement, il avait été avancé, sur la base des expériences internationales, que la publication de minutes ne contribuait pas nécessairement à l'efficacité de la politique monétaire ni à une meilleure compréhension des décisions en la matière. Au contraire, la publicité ex post des délibérations tendrait à focaliser l'attention des médias et du public sur les divergences de vues entre les membres du Comité, aux dépens des questions de fond relatives à la conduite de la politique monétaire.

Bien que la pertinence de ces arguments n'ait pas forcément disparu, elle s'est néanmoins partiellement érodée au fil du temps. Plusieurs banques centrales se sont ainsi par exemple mises à expliquer et à justifier leurs décisions de politique monétaire immédiatement, sans pour autant renoncer à la publication de minutes. En outre, différents auteurs ont mis en évidence que la publication de minutes offrait des informations utiles et contribuait à la formation des attentes relatives aux futures décisions de politique

monétaire (pour un passage en revue de la littérature en la matière, cf. Kedan et Stuart, 2014). Par ailleurs, ces dernières années l'environnement économique et la conduite de la politique monétaire se sont sensiblement complexifiés. L'incertitude s'est accrue, tout comme les divergences de vues au sein des membres des comités de politique monétaire.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE a ressenti le besoin d'enrichir sa communication, et plus particulièrement de commenter plus en détail les raisonnements qui sous-tendent ses décisions. Après mûre réflexion, il a ainsi annoncé en juillet 2014 qu'il entendait publier, à partir de janvier 2015, des comptes rendus de ses réunions de politique monétaire. Il a considéré que de tels documents devaient permettre au public et aux marchés d'approfondir leur compréhension de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs, de son évaluation de l'économie et des réponses apportées aux évolutions économiques et financières (ECB, 2014a). Les comptes rendus répondent ainsi à la fois à un impératif de responsabilité de l'autorité monétaire et à une exigence d'efficacité de la politique monétaire.

Les comptes rendus se subdivisent en deux sections principales bien distinctes. La première retrace les récents développements financiers, économiques et monétaires et énumère les options politiques disponibles. La seconde synthétise quant à elle les discussions menées au sein du Conseil des gouverneurs, les principaux arguments mis en avant et les décisions de politique monétaire entérinées. Dans le but de ne pas compromettre l'indépendance des membres, qui agissent à titre personnel et non en tant que représentants de leur État, ainsi que de préserver la collégialité des délibérations, il a été décidé que les interventions reprises ne seraient pas attribuées à leur auteur et que les résultats des votes éventuels ne seraient pas divulgués. À ce titre, l'Eurosystème fait figure d'exception au sein des principales banques centrales des économies avancées. Afin de pouvoir apprécier le degré d'assentiment recueilli par les opinions exprimées et les décisions adoptées, il a toutefois été convenu d'user de qualificatifs. Quatre expressions en particulier ont été retenues pour témoigner du soutien réservé aux décisions prises : le consensus, la majorité, la large majorité et l'unanimité. Loin de s'y substituer, les comptes rendus doivent être considérés comme des compléments aux messages en temps réel communiqués lors des conférences de presse (ECB, 2014a).

RÉDUCTION DE LA FRÉQUENCE DES RÉUNIONS

Dans la foulée de l'annonce relative à la publication de comptes rendus de ses délibérations de politique

monétaire, le Conseil des gouverneurs a fait savoir que la fréquence de ses réunions dédiées à la politique monétaire serait réduite à un cycle de six semaines à compter de janvier 2015. Il a précisé que les réunions ne relevant pas de la politique monétaire continueraient pour leur part de se tenir au moins une fois par mois.

Pour justifier cette décision, le président Draghi (ECB, 2014b) a expliqué que chaque réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs générerait inévitablement des anticipations d'actions potentielles. Il a précisé que ces attentes se reflétaient dans les comportements des marchés et qu'elles pouvaient ainsi se révéler auto-réalisatrices, même lorsqu'elles étaient déconnectées des fondamentaux économiques. Il a toutefois insisté sur le fait que l'horizon retenu dans l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix du Conseil des gouverneurs était le moyen/long terme et que les mesures de politique monétaire n'étaient dès lors pas adoptées sur la base de considérations de court terme. Dans ce contexte, une fréquence mensuelle des réunions était jugée excessive. Le fait de les espacer était vu comme le gage d'une meilleure adéquation entre l'horizon retenu pour la prise de décision et la formation des anticipations inhérentes à cette dernière. La réduction du nombre annuel de réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs ne devait cependant en rien être perçue comme un signal que ce dernier estimait l'essentiel de son travail accompli et que ses interventions seraient dès lors plus limitées. En cas de besoin, une réunion d'urgence pouvait toujours être décidée sur une base ad hoc, comme cela a été le cas en octobre 2008, au plus fort de la crise.

Une autre raison avancée pour espacer les réunions est la décision de publier des comptes rendus. D'un point de vue pratique, un délai de six semaines et non d'un mois entre chaque réunion a été jugé préférable, dans la mesure où il offre l'intervalle de temps nécessaire pour produire un compte rendu qui renseigne en temps utile sur les décisions précédemment adoptées, sans pour autant perturber la formation des attentes relatives aux actions futures.

Enfin, indépendamment de toute considération en termes de communication, mais dans le souci d'assurer une prise de décision efficace au sein du Conseil des gouverneurs, il convient de noter que le système de rotation des droits de vote a démarré le 1^{er} janvier 2015. Le Conseil de l'Union européenne avait en effet décidé en 2003 que ce système entrerait en vigueur lorsque le nombre de gouverneurs de banque centrale nationale faisant partie du Conseil des gouverneurs serait supérieur à 18. Or, c'est le cas depuis le 1^{er} janvier 2015, date à laquelle la Lituanie a rejoint la zone euro. La rotation implique que le nombre de votes au sein du Conseil est limité à 21 et que la fréquence des votes de chaque gouverneur est adaptée, de manière à

tenir compte de la représentativité des différents pays membres dans l'économie de la zone euro dans son ensemble. Tous les gouverneurs continuent cependant de participer aux réunions et aux débats du Conseil. Les six membres du Directoire ne sont pas soumis au système de rotation et conservent un droit de vote permanent. Pour plus d'informations sur le système de rotation, cf. BCE (2009).

3. Communication, responsabilité, efficacité et lisibilité

La récente crise économique et financière mondiale a indéniablement constitué un tournant supplémentaire en faveur d'une transparence accrue et d'une plus grande ouverture des banques centrales. Elle a donné lieu non seulement à une utilisation plus intensive des outils existants, mais également au développement de nouveaux moyens de communication. En outre, elle est à l'origine d'une véritable révolution dans l'usage de la communication en tant qu'instrument de politique monétaire. La grande récession a enfin indiscutablement amorcé une convergence plus étroite des manières dont les banques centrales conduisent la politique monétaire et, partant, communiquent à son sujet.

Tant la Réserve fédérale que la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre ou la BCE ont à ce jour un objectif quantitatif explicite en matière d'inflation et publient dans un délai raisonnable un compte rendu exhaustif des délibérations de leur Comité de politique monétaire. Tous les comités/conseils de ces banques centrales accompagnent systématiquement leurs réunions d'une déclaration ou d'explications et tous offrent – ou ont offert – des indications quant à l'orientation future de leur politique monétaire. Bientôt, tous disposeront de projections trimestrielles pour l'inflation et le PIB de leurs économies respectives – qu'elles émanent de leurs services ou de leurs membres –, et tous se réuniront huit fois l'an. Les principales différences en termes de communication entre ces quatre banques centrales ne résideront alors plus que dans la transparence de la manière dont les décisions sont adoptées et dans le caractère plus ou moins explicite des indications relatives à l'orientation future de leur politique monétaire.

Si, d'un point de vue quantitatif, les développements récents des banques centrales en matière de communication ne font pas l'ombre d'un doute, ils soulèvent néanmoins deux questions essentielles sur le plan qualitatif : dans quelle mesure précisément ont-ils renforcé la responsabilité démocratique des autorités monétaires ? Et à quel point ont-ils contribué à la conduite d'une

politique monétaire plus efficace ? On touche ici à la raison d'être de la transparence des banques centrales, à la responsabilité démocratique et à l'efficacité de la politique monétaire, à l'origine de meilleures performances économiques. Répondre à ces questions de manière exhaustive et définitive dépasserait le cadre du présent article. Il est cependant pertinent pour terminer de s'arrêter sur un élément important mais parfois absent du débat : la lisibilité de la communication des banques centrales.

Les autorités monétaires se sont évertuées à expliquer et à rassurer, dans un environnement économique plus complexe et plus incertain. La transparence accrue dont elles ont fait preuve n'a-t-elle toutefois pas nui à la clarté des déclarations ? Une communication accessible est cruciale, tant du point de vue de la responsabilité démocratique que de celui de l'efficacité de la politique monétaire. Elle doit en effet permettre non seulement au grand-public de comprendre la situation économique et les actions des banques centrales, mais également aux marchés d'apprécier et d'anticiper l'orientation de la politique monétaire. Une politique bien comprise et correctement anticipée est à la base d'une politique responsable et efficace, qui conduit les agents économiques à prendre les meilleures décisions d'investissement et de consommation au vu de la situation économique et financière qui prévaut et des perspectives en la matière.

Un exercice intéressant consiste à analyser la clarté des déclarations des comités de politique monétaire en se fondant sur l'indice Flesch-Kincaid de niveau d'éducation, qui évalue la difficulté d'un texte en anglais en fonction de la longueur des phrases et du nombre de syllabes par mot. Concrètement, le score obtenu correspond au nombre d'années d'éducation généralement requises pour comprendre le texte – selon le système d'éducation américain. Un score de 12 indique ainsi par exemple que le texte est accessible à une personne qui a terminé sa scolarité obligatoire et qui a dès lors environ 18 ans. Nous avons utilisé cet indice pour étudier l'évolution dans le temps de la lisibilité des déclarations de politique monétaire du FOMC, du Comité de politique monétaire de la Banque du Japon et du Conseil des gouverneurs de la BCE⁽¹⁾.

Les résultats montrent que, de manière générale, la difficulté du discours de la Réserve fédérale a sensiblement varié au cours du temps. Si aucune tendance claire ne

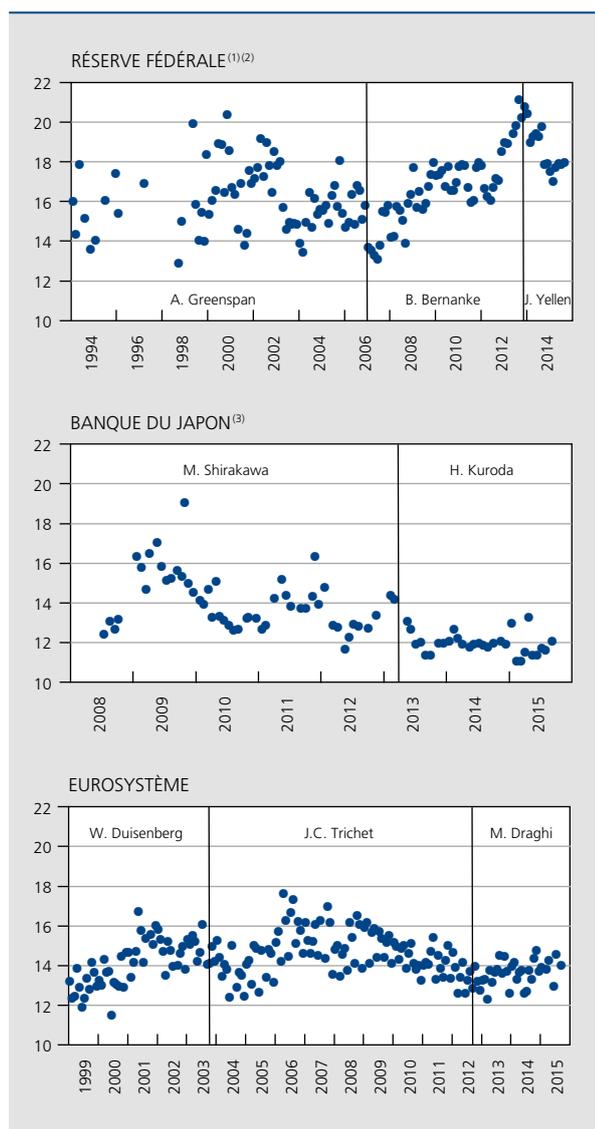
(1) Les déclarations étudiées démarrent en février 1994 pour le FOMC, en juillet 2008 pour la Banque du Japon et en janvier 1999 pour l'Eurosystème. La Banque d'Angleterre ne produit pas de déclarations à la suite des décisions de son Comité de politique monétaire mais offre depuis août 2015 un résumé de sa politique monétaire. Elle n'a dès lors pas été intégrée à l'analyse. L'exercice a été réalisé à l'aide du programme en ligne : http://www.online-utility.org/english/readability_test_and_improve.jsp. L'information testée pour chaque déclaration comprend, stricto sensu, celle qui se rapporte à la politique monétaire. Les titres, dates, informations accessoires et résultats des votes éventuels des Comités ont été exclus du test.

se dégageait entre 1994 et 2007, une complexification croissante a été perceptible à partir de la fin de 2008, lorsque la Réserve fédérale s'est lancée dans une politique d'assouplissement quantitatif. Ainsi, alors qu'il fallait environ 15 années d'études pour comprendre sans difficulté une déclaration du FOMC entre 2006 et 2008, 17 années

étaient nécessaires entre 2009 et 2011 et près de 19 entre 2012 et 2014. Depuis que Janet Yellen est devenue présidente en février 2014, il semble toutefois qu'une tendance à la simplification se dessine. Il n'en demeure pas moins que, selon notre analyse, quelque 18 années d'études sont actuellement nécessaires pour comprendre sans difficulté une déclaration de la Réserve fédérale, ce qui suppose de posséder un niveau d'éducation comprenant environ six années d'études supérieures.

GRAPHIQUE 3 DÉCLARATIONS DES COMITÉS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

(indice Flesch-Kincaid du niveau d'éducation)



Sources : Réserve fédérale, Banque du Japon, BCE, calculs propres.

- (1) Le FOMC a commencé à émettre des déclarations en février 1994, mais celles-ci ne sont devenues systématiques qu'à partir de mai 1999.
- (2) Les résultats obtenus s'écartent partiellement de ceux de l'étude réalisée par Hernández-Murillo et Shell (2014). C'est le cas notamment pour la période au cours de laquelle Alan Greenspan était à la tête de la Réserve fédérale. Après consultation des auteurs, il apparaît que les divergences s'expliquent en particulier par des différences dans la sélection des textes analysés. Dans une moindre mesure, des différences dans les programmes de test ont également pu jouer un rôle.
- (3) En raison de leur nombre très limité, il n'a pas été tenu compte des déclarations antérieures à juillet 2008.

En ce qui concerne le Comité de politique monétaire de la Banque du Japon, il apparaît que ses messages sont devenus légèrement plus accessibles ces dernières années, en dépit des nombreuses mesures de politique monétaire non conventionnelles qui ont été adoptées. Ainsi, entre juillet 2008 et mars 2013, sous la gouvernance de Masaaki Shirakawa, il fallait environ 14 années d'études pour suivre avec aisance les déclarations de politique monétaire de la Banque du Japon. Depuis l'arrivée de Haruhiko Kuroda à la tête de l'institution, il semble que 12 années soient suffisantes.

S'agissant du Conseil des gouverneurs de la BCE, il appert que le nombre d'années d'études suggérées pour comprendre sans difficulté les déclarations introductives a varié au fil du temps, fluctuant toutefois au sein d'une fourchette plus étroite que pour les déclarations du FOMC. Contrairement à ceux de la Réserve fédérale, il semble par ailleurs que ses messages ne se soient pas complexifiés depuis la crise. Il ressort même que, en moyenne, les déclarations du Conseil des gouverneurs ont plutôt gagné en accessibilité depuis 2007. S'il fallait environ 16 années d'études pour saisir une déclaration introductive entre 2006 et 2007, il n'en faudrait ainsi en moyenne plus que 14 depuis 2012.

Si ce n'est pour la Réserve fédérale, il semble que la lisibilité des déclarations des comités de politique monétaire n'ait pas souffert de la complexité de l'environnement économique et des décisions de politique monétaire au cours de la période récente. Tant la communication de la Banque du Japon que celle de l'Eurosystème auraient même gagné quelque peu en clarté ces dernières années. Bien que ces développements soient rassurants, deux bémols peuvent toutefois être apportés.

Ainsi, premièrement, on peut noter que, si l'indice Flesch-Kincaid tient compte de la taille des mots et des phrases, deux facteurs reconnus comme contribuant à la difficulté de lecture, il ne considère ni le contexte d'utilisation des mots, ni le bagage cognitif nécessaire à la compréhension d'un texte. On peut dès lors supposer qu'il sous-estime dans une certaine mesure la difficulté des déclarations des comités de politique monétaire. Deuxièmement,

si elle a pu partiellement s'améliorer, l'accessibilité des déclarations de politique monétaire n'est pas pour autant désormais à la portée de tout un chacun. Dans la zone euro en particulier, on peut remarquer que le niveau moyen d'années d'études se situait à 11,2 en 2012⁽¹⁾. Il était ainsi toujours sensiblement inférieur à 14. Par comparaison, il est intéressant de noter que le dernier discours sur l'état de l'Union prononcé par le président américain Barack Obama en janvier 2015 a obtenu un score de 9,3 sur la base de l'indice Flesch-Kincaid. Il semble ainsi que les banques centrales disposent encore de marges pour rendre leurs discours plus accessibles.

Il est certain que les déclarations des comités de politique monétaire ne sont pas les seules sources d'information sur la situation économique et sur la conduite de la politique monétaire; nombreuses sont en effet les publications qui tâchent d'expliquer au plus grand nombre les objectifs et les activités des banques centrales⁽²⁾. En tant qu'instruments privilégiés pour annoncer de nouvelles décisions de politique monétaire, les déclarations constituent toutefois des outils de communication particuliers. Assurer une grande lisibilité de ces textes sans sacrifier à la complexité de l'environnement économique et des décisions adoptées constitue sans nul doute un défi de taille. Ce défi est d'autant plus vaste pour l'Eurosystème que celui-ci ne s'adresse pas seulement à des publics différents, mais également à des cultures diverses et variées.

Conclusion

S'ils se sont terrés dans le secret durant la majeure partie du XX^e siècle, les banquiers centraux mettent aujourd'hui un point d'honneur à s'expliquer et à bien se faire comprendre. De nos jours, la communication en matière de politique monétaire est perçue comme une responsabilité démocratique de la banque centrale, qui s'est vu confier un mandat précis et bénéficie d'une grande indépendance pour y satisfaire. Car elle participe étroitement à la gestion des anticipations des agents économiques, la communication est en outre considérée comme un ingrédient de choix d'une politique monétaire efficace.

Un mouvement en faveur d'une plus grande transparence dans la conduite de la politique monétaire s'est esquissé au milieu des années 1970, dans le cadre d'une attention plus soutenue portée à la stabilité des prix. La véritable révolution est toutefois survenue au début des années 1990, parallèlement à l'adoption de la stratégie du ciblage de l'inflation, et elle a été suivie d'une nouvelle vague d'ouverture dans les années 2000.

Dans la foulée de la récente crise économique et financière, la transparence et l'ouverture des banques centrales ont pris un nouvel élan. La grande récession a donné lieu non seulement à une utilisation plus intensive des outils existants, mais également au développement de nouveaux moyens de communication. En outre, elle est à l'origine d'une véritable révolution dans l'usage de la communication en tant qu'instrument de la politique monétaire. Enfin, elle a indiscutablement amorcé une convergence plus étroite des manières dont les banques centrales conduisent la politique monétaire et, partant, communiquent à son sujet.

Si ce n'est pour la Réserve fédérale, il semble que la lisibilité des déclarations des comités de politique monétaire n'ait pas souffert de la complexité de l'environnement économique et des décisions de politique monétaire au cours de la période récente. Tant la communication de la Banque du Japon que celle de l'Eurosystème auraient même gagné quelque peu en clarté ces dernières années. Une politique bien comprise et correctement anticipée étant à la base d'une politique responsable et efficace, ces développements sont rassurants. L'accessibilité des déclarations de politique monétaire n'est toutefois pas pour autant désormais à la portée de tout un chacun, et les marges conduisant à une plus grande lisibilité semblent encore substantielles.

Compte tenu d'une tendance de fond qui ne s'est jamais démentie depuis le milieu des années 1970 et de la masse de nouvelles initiatives qui ont été prises récemment, il est raisonnable de s'interroger sur les limites de la transparence des banques centrales en matière de politique monétaire.

Le sujet n'est pas neuf. Certains auteurs ont en effet déjà suggéré l'existence d'un niveau optimal de transparence (cf. par exemple Morris et Shin, 2002, ou van der Cruysen et al., 2010). Au-delà d'un certain seuil, il se pourrait que les agents économiques deviennent excessivement dépendants de l'information publique et négligent dès lors leurs propres sources d'information, en particulier lorsque celles-ci sont onéreuses. En outre, submergés d'informations, les agents pourraient ne plus être en mesure de distinguer les éléments les plus pertinents lorsqu'ils élaborent leurs anticipations. Enfin,

(1) Moyenne pondérée par la taille de la population sur la base des données publiées par l'UNESCO pour la Belgique, Chypre, la France, l'Allemagne, l'Italie, la Lituanie, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et l'Espagne.

(2) Il convient de noter toutefois qu'en dépit des efforts de communication des banques centrales, il ressort que les connaissances du grand public sur la politique monétaire restent très limitées. Sur la base d'une enquête auprès des ménages Néerlandais, van der Cruysen et al. (2015) arrivent par exemple à la conclusion que fort peu de gens sont au courant des objectifs de la politique monétaire de l'Eurosystème, mais aussi qu'une fraction non négligeable de la population ne souhaite pas nécessairement recevoir d'information en la matière. Les résultats de leur étude suggèrent cependant que la connaissance sur la politique monétaire joue un rôle non négligeable dans la formation des anticipations d'inflation. Ils soulignent en outre l'importance des médias dans l'acquisition de cette connaissance.

l'excès d'information porterait potentiellement atteinte à la crédibilité de la banque centrale, en témoignant de l'incertitude à laquelle celle-ci se sent confrontée.

Le niveau optimal d'information dans la conduite de la politique monétaire est à l'évidence une notion élastique : il dépend notamment du type d'information, de l'environnement macroéconomique, du niveau d'incertitude, de la

conduite de la politique monétaire, ou encore de ses canaux de transmission. Ces dernières variables ont radicalement évolué ces dernières années. Il n'en demeure pas moins qu'une analyse des coûts et des bénéfices d'une transparence étendue de la politique monétaire a conservé tout son sens. L'ample moisson des récentes initiatives a même très probablement accru la pertinence d'un tel exercice, ouvrant dès lors de nouveaux horizons pour la recherche.

TABLEAU

	Réserve fédérale (1913)	Banque du Japon (1882)	Banque d'Angleterre (1694)	Eurosystème (juin 1998)
Transparence du cadre de politique monétaire				
Déclaration formelle en matière d'objectif(s)	Depuis 1977 (Federal Reserve Reform Act) : plein emploi, stabilité des prix et taux d'intérêt à long terme modérés.	Depuis 1998 (Bank of Japan Act) : stabilité des prix.	Depuis 1998 (Bank of England Act) : stabilité des prix.	Depuis sa création : objectif premier orienté vers la stabilité des prix.
Quantification des objectifs	Depuis janvier 2012 : un taux d'inflation (PCE) de 2 % à moyen terme.	Fourchette à partir d'avril 2009 : taux d'inflation IPC entre 0 et 2 % ; quantification explicite à compter de février 2012 : objectif d'inflation de 1 % ; depuis janvier 2013 : cible d'inflation de 2 % à moyen/long terme.	La stabilité des prix est définie chaque année par le chancelier de l'Échiquier. Depuis 2004, la cible est de 2 % pour l'inflation IPC.	Définition quantitative de la stabilité des prix adoptée en 1998 et clarifiée en 2003 : un taux d'inflation (PCH) « inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme ».
Transparence en matière d'information économique				
Publication des projections internes pour le PIB et l'inflation	Résumé des projections des membres du FOMC publié semestriellement depuis 1979 et trimestriellement depuis 2008 ; publication disponible avec les minutes depuis la fin de 2007 et lors de la conférence de presse du président depuis avril 2011.	Projections de la majorité des membres du Comité publiées semestriellement depuis octobre 2000 et trimestriellement depuis janvier 2009.	Projections trimestrielles du staff depuis février 1993 ; jugement collectif du Comité publié trimestriellement depuis mai 1997.	Projections du staff de la BCE / de l'Eurosystème publiées semestriellement depuis décembre 2000 et trimestriellement depuis juin 2004.
Publication des projections individuelles des membres du Comité	Non.	À partir de janvier 2016.	Non.	Non.
Publication des projections en matière de taux directeurs	Depuis janvier 2012.	Non.	Non.	Non.

Sources : Réserve fédérale, Banque du Japon, Banque d'Angleterre, BCE.

TABLEAU (suite 1)

	Réserve fédérale (1913)	Banque du Japon (1882)	Banque d'Angleterre (1694)	Eurosystème (juin 1998)
Transparence en matière de prise de décision				
Stratégie de politique monétaire explicite	Depuis janvier 2012.	Depuis 2008.	Depuis 1993.	Depuis sa création.
Compte rendu des délibérations des réunions de politique monétaire	Depuis 1936. Minutes sous leur forme actuelle publiées depuis 1993; délai ramené d'environ six à trois semaines en 2005.	Depuis janvier 1998; délai ramené à la réunion suivante en 2008.	Depuis avril 1994 (après cinq-six semaines); depuis octobre 1998 (après deux semaines); immédiatement depuis août 2015.	Minutes publiées après trente ans; comptes rendus publiés depuis janvier 2015, habituellement après quatre semaines.
Publication des votes éventuels au sein du Comité de politique monétaire	Depuis 2002.	Depuis janvier 1998.	Depuis juin 1997.	Non.
Publication des transcriptions des délibérations de politique monétaire	Depuis 1993, après cinq ans.	Depuis janvier 1998, après dix ans.	Depuis mars 2015, après huit ans.	Non.
Transparence en matière de communication des décisions				
Annnonce immédiate des décisions adoptées	Depuis février 1994.	Depuis janvier 1998.	Depuis janvier 2000.	Depuis janvier 1999.
Explication des décisions adoptées	Depuis mai 1999.	Depuis juillet 2008.	Dans les minutes.	Depuis janvier 1999.
Déclaration après chaque réunion du Comité	Depuis mai 1999.	Depuis juillet 2008.	Non.	Depuis janvier 1999.
Indications sur les actions de politique monétaire futures	Depuis mai 1999.	Non.	Non.	Depuis avril 2014 ⁽¹⁾ .
Orientations prospectives	Pour la première fois en 2003.	Pour la première fois en 1999.	Pour la première fois en août 2013.	Pour la première fois en juillet 2013.

Sources : Réserve fédérale, Banque du Japon, Banque d'Angleterre, BCE.
(1) ECB (2014a).

TABLEAU (suite 2)

	Réserve fédérale (1913)	Banque du Japon (1882)	Banque d'Angleterre (1694)	Eurosystème (juin 1998)
Transparence dans la mise en œuvre des actions				
Évaluation des performances au regard des objectifs	De manière superficielle ⁽¹⁾ .	De manière superficielle ⁽¹⁾ .	De manière superficielle ⁽¹⁾ .	De manière superficielle ⁽¹⁾ .
Évaluation de la balance des risques par rapport aux perspectives	Depuis 2000.	Depuis 2008.	Depuis 1993.	Depuis 1999.
Indépendance et responsabilité démocratique				
Indépendance	Depuis l'Accord de 1951 ⁽²⁾ .	Depuis 1998.	Depuis 1997.	Depuis sa création.
Auditions devant le Parlement	Deux fois l'an depuis 1975.	Régulièrement depuis 1998.	Régulièrement depuis 2003.	Quatre fois l'an depuis 1999.
Fréquence des réunions du Comité de politique monétaire	Huit fois l'an depuis 1981.	Quatorze fois par an depuis 1998; huit fois à compter de 2016.	Douze fois par an depuis 1997; huit fois à compter de 2016.	Douze fois par an de 1999 à 2014; huit fois depuis 2015.

Sources : Réserve fédérale, Banque du Japon, Banque d'Angleterre, BCE.

(1) Source : Dincer et Eichengreen, 2013.

(2) Accord entre le Trésor américain et la Réserve fédérale. L'indépendance de la Réserve fédérale a été renforcée à partir de 1977 et la réforme du Federal Reserve Act.

Bibliographie

Bank of England (2013), « Monetary policy trade-offs and forward guidance », August.

Bank of Japan (2013a), *Background Note regarding the Bank's Thinking on Price Stability*, January.

Bank of Japan (2013b), *Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, Speech by Governor Kuroda at a Meeting Held by the Yomiuri International Economic Society in Tokyo.

BCE (2002), « La transparence de la politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel*, novembre, 59-67.

BCE (2009), « Rotation des droits de vote au Conseil des gouverneurs de la BCE », *Bulletin mensuel*, juillet, 93-101.

Bini-Smaghi L. et D. Gros (2001), *Is the ECB sufficiently accountable and transparent?*, ENEPRI Working Paper 7.

Boeckx J., N. Cordemans et M. Dossche (2013), « Causes et implications de la faiblesse des taux d'intérêt sans risque », BNB, *Revue économique*, septembre, 67-94.

Boeckx J., P. Butzen, N. Cordemans et S. Ide (2015), « Déflation au Japon, Abenomics et leçons pour la zone euro », BNB, *Revue économique*, juin, 101-125.

Brunner K. (1981) « The Art of Central Banking » in Hermann Göppl and Rudolf Henn, eds., *Geld, Banken und Versicherungen*. Volume 1. Königstein, 1981.

Chant J. (2003), « The Bank of Canada: Moving Towards Transparency », *Bank of Canada Review*, Spring, 5-13.

Cordemans N. et S. Ide (2014), « Normalisation des politiques monétaires: perspectives et divergences », BNB, *Revue économique*, décembre, 31-55.

Cukierman A. (2009), « The Limits of Transparency », *Economic Notes* 38 (1-2), 1-37.

Cukierman A. et A. Meltzer (1986), « A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information », *Econometrica* 54 (4), 1099-1128.

Dincer N. et B. Eichengreen (2007), *Central Bank Transparency: Where, Why and with What Effect?*, NBER Working Paper 13003.

Dincer N. et B. Eichengreen (2014), « Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures », *International Journal of Central Banking*, March, 189-253.

ECB (2014a), *Monetary policy communication in turbulent times*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, at the Conference for De Nederlandsche Bank's 200 years: Central banking in the next two decades, Amsterdam, 24 April.

ECB (2014b), *Introductory statement*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, Press conference, 3 July.

ECB (2014c), *Unemployment in the euro area*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.

Eijffinger S. et P. Geraats (2006), « How Transparent Are Central Banks? », *European Journal of Political Economy* 22 (1), 1-21.

Engen E., T. Laubach et D. Reifschneider (2015), *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies*, Finance and Economic Discussion Series 2015-005, Board of Governors of the Federal Reserve System, 14 January.

Federal Reserve Board (2004a), *Fedspeak*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California, 3 January.

Federal Reserve Board (2004b), *Central Bank Talk and Monetary Policy*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Japan Society Corporate Luncheon, New York, 7 October.

Geraats P. (2013), *Monetary Policy Transparency*, Paper prepared for the Handbook of Economic and Institutional Transparency, University of Cambridge.

Goodfriend M. (1986), « Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking », *Journal of Monetary Economics*, 17(1), 63-92.

Hernandez-Murillo R. et H. Shell (2014), « The Rising Complexity of the FOMC Statement », *Economic Synopses*, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue 23.

Issing O. (1999), *The monetary policy of the ECB: stability, transparency, accountability*, Speech at the Royal Institute of International Affairs, London, October.

Issing O. (2005), *Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty First Century*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 87 (2 Part 1), March/April, 65-83.

Kedan D. et R. Stuart (2014), *Central Bank Minutes*, Central bank of Ireland, Economic letter series 12.

Mishkin F. S. (2004), *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, NBER, Working Paper 10829, October.

Mishkin F. S. et K. Schmidt-Hebbel, (2001), *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, NBER, Working Paper 8397, July.

Morris S. et H. S. Shin, (2002), « Social Value of Public Information », *American Economic Review*, 92(5):1521-1534.

Posen A. (1997), *Lessons from the Bundesbank on the Occasion of its 40th (and Second to Last?) Birthday*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper 97-4.

Praet P. (2013) « Forward Guidance and the ECB », Colonne de Peter Praet, Membre du Directoire de la BCE, publiée sur VoxEU.org le 6 août 2013.

Van der Crujisen C., S. Eijffinger et L. Hoogduin (2010), « Optimal Central Bank Transparency », *Journal of International Money and Finance* 29, 1482-1507.

Van der Crujisen C., D.-J. Jansen et J. de Haan (2015) « How much does the general public know about the ECB's monetary policy? Evidence from a survey of Dutch households », *International Journal of Central Banking*, 11(5).

Woodford M. (2003), *Interest and Prices*, Princeton University Press, September.

Woodford M. (2012), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, September.