

Transparence de la politique monétaire, règle contre discrétion et crédibilité: quelques aspects du débat.

Michel Peytrignet*

Introduction

La théorie économique récente a montré que la politique économique en général, et la politique monétaire en particulier, sont confrontées aux concepts de la transparence et de la crédibilité. Un vaste courant de littérature est consacré au débat «règle contre discrétion», débat qui définit les notions de transparence et de crédibilité plus précisément que ne le fait le langage courant. Cette note a pour but de familiariser le lecteur avec ce courant de littérature qui reste encore, à l'heure actuelle, essentiellement de langue anglaise. Cette note est organisée de la manière suivante: dans une première partie, la transparence de la politique monétaire, et sa crédibilité, sont définies d'un point de vue théorique à la lumière du débat «règle contre discrétion». Dans une deuxième partie, la transparence de la politique monétaire est discutée d'un point de vue plus pratique. Les difficultés d'appliquer une politique monétaire transparente sont en particulier examinées. Enfin, dans une troisième et dernière partie, la politique monétaire de la Banque nationale suisse est analysée à la lumière de ces théories.

1. Règle et transparence de la politique monétaire en théorie

Une banque centrale mène une politique monétaire transparente lorsqu'elle annonce clairement ce qu'elle va faire ou lorsqu'elle agit de manière prévisible (ou en tout cas compréhensible) par les différents agents économiques.

Inversement, une politique monétaire n'est pas transparente si la banque centrale mène des actions au jour le jour ou au coup par coup. En effet, comme les agents économiques agissent en fonction notamment de leurs anticipations – qu'ils

forment en tenant compte du comportement escompté des autorités gouvernementales et monétaires –, lorsque la banque centrale agit au jour le jour, les agents révisent continuellement leurs anticipations et réagissent en conséquence. Nous verrons dans la suite de cette note qu'un tel comportement peut avoir des conséquences dommageables en introduisant notamment de l'instabilité dans les marchés financiers et par conséquent dans toute l'économie.

Ainsi, on pourrait s'imaginer qu'une bonne politique monétaire doit être transparente. Cependant nous verrons que ce point de vue normatif doit être relativisé au fur et à mesure que les concepts de transparence et de crédibilité sont précisés.

1.1 Débat «règle contre discrétion»

La question de la transparence d'une politique monétaire s'appuie sur le débat «règle contre discrétion», débat célèbre en politique macro-économique. En effet, intuitivement, une politique monétaire discrétionnaire ne peut être que difficilement transparente tandis qu'une politique monétaire fondée sur l'application d'une règle, si celle-ci est clairement annoncée, a plus de chances d'apparaître comme transparente pour les agents économiques.

Avant d'entrer plus avant dans ce débat, il nous faut d'abord définir ce que nous entendons précisément par «règle» et par «discrétion». La distinction semble claire et intuitive, cependant dès que l'on approfondit quelque peu le sujet, on remarque qu'elle devient subtile, difficile, voire sujette à controverses.

Une banque centrale suit une *règle* de politique monétaire lorsque sa politique monétaire se fonde sur l'application d'un principe choisi pour être mis en vigueur pendant un certain nombre de périodes (ou dans un certain nombre de cas). Nous pouvons distinguer plusieurs sortes de règles.

* Direction des études économiques de la Banque nationale suisse

D'abord la règle simple ou non-activiste, qui prévoit un taux de croissance constant d'un agrégat monétaire – ou un taux de croissance fonction d'une tendance temporelle exogène – quels que soient les événements qui affectent l'économie. Ce type de règle a été recommandé notamment par Milton Friedman dès les années 1950. La règle simple est à distinguer de la règle contingente ou activiste qui consiste à établir une règle dépendant, formellement ou informellement, des événements externes. En d'autres termes, une règle contingente décrit les changements de politique monétaire en fonction des états particuliers de l'économie.

Une règle contingente peut être dépendante d'un modèle si elle est obtenue à l'aide d'un modèle précis d'une économie, c'est-à-dire un modèle, théorique ou économétrique, qui reflète la façon dont fonctionne une économie selon une école précise de la pensée économique. Une règle contingente est dite indépendante d'un modèle lorsqu'elle reste valable quelle que soit la vue spécifique des économistes sur la manière dont fonctionne en pratique une économie.¹

Une règle contingente peut être systématique si elle prévoit presque toutes les situations possibles et la réponse de l'institut d'émission dans chaque cas, ou souple lorsque la règle ne prévoit que les actions principales de l'institut d'émission et certaines circonstances où ce dernier s'en écartera sans toutefois préciser les réactions exactes de la banque centrale.

Une règle peut encore être publique ou privée, c'est-à-dire annoncée ou confidentielle. La banque centrale peut annoncer la règle qu'elle établit ou au contraire la garder confidentielle.

Un institut d'émission met en œuvre une politique monétaire *discrétionnaire* lorsqu'il agit ou réagit sur les marchés financiers au coup par coup, en analysant à chaque fois la situation et en prenant les mesures qui lui semblent appropriées à chaque période (ou dans chaque cas) sans (trop) se soucier de l'historique de ses actions précédentes et sans (trop) s'inspirer d'une philosophie de pensée particulière qui dicterait ses actions futures. Les actions et réactions de la banque centrale peuvent se fonder sur une analyse formelle ou informelle

de l'économie. Si elles se fondent sur une analyse formelle, la différence principale entre discrétion et règle est que dans le premier cas, le processus d'optimisation est répété à chaque période tandis que dans le second cas, le choix de la règle optimale se fait «une fois pour toute». Une distinction analogue s'applique dans la réalité lorsque les actions et les réactions de la banque centrale ne sont pas fondées sur une analyse formelle. La différence essentielle entre discrétion et règle est donc la durée pendant laquelle une politique économique donnée est prévue d'être appliquée.

L'usage d'une politique monétaire discrétionnaire reflète en général des préférences des autorités monétaires orientées vers une gestion activiste de l'évolution conjoncturelle («fine tuning»).

Les concepts de règle et de discrétion étant précisés, nous pouvons entrer dans le débat «règle contre discrétion» proprement dit en effectuant une synthèse rapide de la littérature.

Ce débat, qui n'est pas récent, tourne autour du principe de savoir s'il faut ou non limiter la liberté d'action des banquiers centraux en les incitant à suivre une règle plutôt que d'appliquer une politique monétaire discrétionnaire. Les économistes ont déterminé trois catégories d'arguments qui plaident en faveur de l'imposition de contraintes limitant la liberté d'action des banques centrales. Les arguments fondés sur la connaissance imparfaite des économistes et donc des banquiers centraux sur la façon dont une économie fonctionne en pratique. Ceux fondés sur l'inefficacité de la politique économique et donc de la politique monétaire, et ceux relatifs au problème de la consistance temporelle de la politique monétaire.

i) Comme il a été mentionné précédemment, Milton Friedman recommande l'usage d'une

¹ McCallum a exprimé ses vues concernant les qualités que devrait posséder une «bonne» règle lors de la conférence de Carnegie-Rochester de novembre 1992. Selon lui, une bonne règle devrait présenter les deux qualités suivantes : 1) Elle devrait être indépendante de tout modèle particulier, vu l'absence d'accord de la profession, à l'heure actuelle, sur la façon dont fonctionnent les économies. 2) Pour être opérationnelle, une bonne règle ne devrait pas dépendre de variables contemporaines car, dans la pratique, les variables ne sont observables qu'avec un certain retard.

règle simple pour contraindre la liberté d'action d'une banque centrale. La raison en est la suivante: pour Friedman, la politique monétaire est un instrument efficace pour influencer l'évolution d'une économie, mais comme les économistes n'ont qu'une connaissance très partielle de la manière dont la politique monétaire agit et que celle-ci n'affecte l'économie qu'avec un long retard de durée souvent variable dans le temps, les autorités devraient s'abstenir d'utiliser la politique monétaire pour influencer l'évolution conjoncturelle selon leurs préférences mais devraient plutôt se contenter de mettre à la disposition de l'économie une quantité de monnaie juste suffisante pour maintenir la stabilité des prix. Cet argument est d'autant plus pertinent que l'on sait combien il est difficile, en pratique, de prévoir l'évolution future des grandeurs économiques et d'évaluer quantitativement avec précision la manière dont l'économie est affectée par un changement de politique monétaire (cf. la critique de Lucas²). Ainsi, étant donné le manque de connaissances et d'informations nécessaires au succès d'une politique monétaire discrétionnaire, une règle simple risque moins, selon Friedman, de déstabiliser une économie. Cet argument a donné lieu à énormément de recherches et n'est pas partagé par tous les économistes.³

- ii) Le second argument avancé par certains économistes – partisans de l'école dite des «Nouveaux classiques» – en faveur de l'adoption d'une règle simple par la banque centrale peut être résumé de la manière suivante. Selon eux, les changements de politique monétaire n'ont aucun effet sur la production et l'emploi car les travailleurs et les firmes tiennent pleinement compte de ces changements de politique en formant rationnellement leurs anticipations inflationnistes. Ainsi, en cas d'expansion monétaire, les agents économiques anticiperont une augmentation du renchérissement qui se reflètera immédiatement dans les revendications salariales. La production et l'emploi resteront dès lors inchangés. Par conséquent, si la politique monétaire n'est capable d'influencer que l'inflation, la banque centrale ferait aussi bien d'adopter une règle simple afin de minimiser l'incertitude liée au processus inflationniste.

En fait pour ces économistes, l'adoption d'une règle simple se justifie par le fait que la courbe de Phillips des économies industrialisées modernes est verticale aussi bien dans le court terme que dans le long terme.⁴

- iii) Le troisième argument pour limiter la liberté d'action des banques centrales milite en faveur de l'imposition de contraintes encore plus limitatives que l'adoption d'une règle. L'adoption d'une règle s'avère parfois insuffisante pour empêcher l'institut d'émission de revenir à une politique monétaire discrétionnaire. En effet, l'adoption d'une règle pose le problème de la consistance temporelle de cette règle. La section suivante est consacrée à une analyse plus détaillée de cet argument.

1.2 Le problème de la consistance temporelle de la politique monétaire

Le problème de la consistance temporelle de la politique monétaire a été mentionné initialement dans un article resté fameux de Kydland et Prescott (1977). Ultérieurement, ce problème particulier a conduit à la question plus générale de la crédibilité de l'institut d'émission. Plus précisément, de quoi s'agit-il?

Supposons que les autorités de l'institut d'émission optimisent intertemporellement leurs préférences et trouvent une politique monétaire optimale qu'elles vont rendre publique et appliquer dans la période présente et dans toutes les périodes futures sans réoptimiser. Cette règle de politique monétaire sera inconsistante temporellement si malgré le fait qu'aucune information nouvelle n'intervient dans la période suivante, en réoptimisant la banque centrale obtient une

² Lucas (1976) a montré que les prévisions faites à l'aide de modèles économétriques peuvent être invalidées par un changement de politique économique, car les paramètres de ces modèles se modifient avec la révision des anticipations et des comportements des agents économiques.

³ Par exemple, Neumann (1991) relève qu'aucune règle ne peut prendre en compte correctement les changements de tendances dans les grandeurs macro-économiques réelles et dans les vitesses de circulation des agrégats monétaires.

⁴ Ce qui signifie qu'on ne peut pas obtenir, même temporairement, une réduction du chômage à l'aide d'une augmentation du taux d'inflation.

nouvelle règle qui est différente de celle obtenue en première période. En d'autres termes, une règle optimale est inconsistante temporellement lorsque la règle initiale qui devait rester optimale pour les périodes suivantes n'est plus optimale vue d'une date ultérieure et cela du seul fait du passage du temps. Ainsi, si une règle est inconsistante temporellement, il existe une incitation pour les autorités monétaires à changer de règle à chaque période et donc de faire, en fait, une politique monétaire discrétionnaire.⁵ Cette incitation sera reconnue par les agents économiques et l'annonce par la banque centrale d'une règle de politique monétaire perdra sa crédibilité. Notons en passant que ce problème n'est pas particulier à la politique monétaire. Il se pose également à la politique budgétaire ou fiscale.

Qu'est-ce qui rend une politique monétaire optimale inconsistante temporellement? La réponse à cette question tient en quelques mots: le jeu des anticipations, notamment lorsque les agents forment celles-ci rationnellement, et plus particulièrement, lorsque ces anticipations sont «forward-looking». En effet, les anticipations «forward-looking» des agents dépendent des décisions futures de politique monétaire. Ainsi, compte tenu de ces anticipations, la décision de politique monétaire d'aujourd'hui dépend des décisions de politique monétaire future, brisant par là la validité du principe d'optimalité de Bellman⁶ basé sur la séparation temporelle des décisions.⁷ Comme l'écrit G. Winckler (1992) en termes moins techniques: «Le problème de la consistance temporelle surgit lorsque les décisions courantes des agents de l'économie dépendent de leurs anticipations des politiques monétaires futures de l'institut d'émission, et lorsque ces décisions changent l'environnement futur pour ces politiques à venir.»

Un exemple peut éclaircir le point précédent [Barro-Gordon (1983)]⁸: supposons qu'il soit optimal pour une banque centrale d'annoncer une règle de croissance monétaire assurant une inflation nulle. Le public tient compte de cette règle, anticipe une inflation nulle et fixe le niveau de production nationale selon ce scénario de stabilité des prix. Cependant, si l'économie se comporte à court terme selon une courbe de Phillips non verticale, il devient dès lors optimal pour les autorités

monétaires de stimuler l'économie en produisant une création monétaire surprise qui induit une inflation positive. Cet exemple nous montre immédiatement que si ce jeu devait se répéter plusieurs fois, c'est-à-dire si les autorités menaient une politique monétaire qui n'est pas consistante temporellement, leur crédibilité serait vite entamée. Et une politique monétaire non crédible n'a que peu de chances d'obtenir les résultats désirés.

Ainsi, pour rendre crédible une politique monétaire, il faut trouver un moyen crédible de contraindre la banque centrale à appliquer une règle ou il faut que la banque centrale elle-même trouve un moyen crédible de se contraindre à appliquer une règle. Un moyen est crédible si les agents de l'économie l'acceptent comme tel et modifient en conséquence leurs anticipations, c'est-à-dire si ce moyen change la stratégie des agents de l'économie. Un tel moyen peut être la prise en compte de la réputation de la banque centrale, réputation que nous pouvons considérer comme un capital de crédibilité. En effet, lorsque la banque centrale réalise que l'efficacité de sa politique monétaire est liée à sa crédibilité, et lorsque l'institut d'émission et le public prennent en compte dans leur comportement respectif cette nouvelle contrainte que représente la réputation de la banque centrale, une règle peut devenir consistante temporellement sous certaines conditions.⁹ D'autres moyens pour rendre crédible une politique monétaire existent, tous malheureusement imparfaits.

⁵ Conceptuellement, il est utile de faire la distinction, ex-ante, entre discrétion, règle inconsistante temporellement et règle consistante temporellement. Par contre, ex-post, la seule distinction utile à faire est entre discrétion et règle consistante temporellement. En effet, une règle inconsistante temporellement devient, ex-post, une politique discrétionnaire. C'est la raison pour laquelle, dans la littérature récente, on appelle simplement règle une règle qui est consistante temporellement.

⁶ Le principe d'optimalité de Bellman a la teneur suivante [c.f. Kamien et Schwartz (1981) p. 238]: «An optimal path has the property that whatever the initial conditions and control values over some initial period, the control (or decision variables) over the remaining period must be optimal for the remaining problem, with the state resulting from the early decisions considered as the initial condition.»

⁷ Pour une discussion mathématique du sujet, c.f. Oudiz et Sachs (1985).

⁸ Dans cet exemple, on suppose que les autorités monétaires s'intéressent aussi bien à la lutte contre l'inflation qu'à la stabilisation de l'économie réelle. De plus, une certaine rigidité des prix des biens et/ou des salaires fait partie du modèle.

Nous pouvons citer par exemple la fixation précise du mandat de l'institut d'émission dans la Constitution, dans une loi ou dans un contrat (formel ou informel). La nomination de banquiers centraux très conservateurs représente un autre moyen d'augmenter la crédibilité de l'institut d'émission. Mais comme l'indique Neumann (1991, p. 99) en se référant à Persson & Tabellini (1989), «Indeed, there is widespread agreement among macroeconomists that under realistic conditions governments have no device for pre-commitment». Dans ce même article, Neumann montre toutefois qu'établir l'indépendance complète de la banque centrale¹⁰ est un moyen plus sûr que de nommer des banquiers centraux simplement conservateurs pour résoudre le problème de la consistance temporelle d'une politique monétaire. Dans ses propres termes (p. 109), «Complete independence appears to be the only institutional solution to generate among citizens the necessary trust and expectation that price stability, in the sense of a zero-rate of permanent inflation, will be kept over an indefinite time horizon».

Le problème de la consistance temporelle d'une politique monétaire est-il important en pratique ? La réponse à cette question dépend essentiellement de la façon dont les agents économiques fixent leurs anticipations dans la réalité. En théorie, ce problème devient crucial lorsque les agents forment leurs anticipations rationnellement. En pratique, l'évidence empirique concernant les anticipations rationnelles ou concernant un comportement «forward-looking» des agents économiques est, pour le moins, mitigée. Le processus de formation des anticipations doit certainement différer selon les catégories de marchés. Dans certains marchés, il semble que les agents économiques forment leurs anticipations de manière adaptative ou «backward-looking». Par contre, dans les marchés financiers, il semble que les opérateurs sont effectivement influencés par les annonces de politique économique. Cependant, leurs comportements sont aussi souvent dominés par quantité de «fausses nouvelles», de «bruits divers» ou par des pratiques ad hoc comme le «chartisme» ou analyse technique qui perturbent suffisamment les séries statistiques pour rendre confuse une analyse précise de l'influence des politiques économiques futures sur les comportements présents des agents. Ainsi, en pratique,

l'importance du problème de la consistance temporelle d'une politique monétaire est difficile à cerner.¹¹

1.3 Le problème du degré optimal de transparence

Nous avons vu ci-dessus que le problème de la consistance temporelle d'une politique monétaire évoque le problème de la crédibilité de l'institut d'émission. En effet, une banque centrale n'a une chance d'être crédible que si elle suit une règle de politique monétaire qui est consistante temporellement.

Cependant, le problème de la crédibilité d'un institut d'émission ne se limite pas au seul problème de la consistance temporelle de sa règle de politique monétaire. Le problème de l'annonce ou de la confidentialité d'une règle de politique monétaire, ou plus précisément la question de la transparence de la politique monétaire, est à mettre en relation avec la question de la crédibilité de la banque centrale. Un exemple peut éclaircir ce point: supposons qu'une banque centrale décide de garder confidentielle sa règle de politique monétaire. Dans ce cas, bien que la banque centrale agisse selon une règle, sa politique monétaire reste non transparente pour le public. Il existe dès lors un risque certain que les marchés financiers essaient de tester la banque centrale pour découvrir la règle de politique monétaire qu'elle utilise. Cela peut induire une suite d'actions spéculatives qui, à terme, risque de conduire à une certaine instabilité des marchés. Si par contre la banque centrale annonce sa règle de comportement, cela peut stabiliser les marchés financiers do-

⁹ Les conditions les plus souvent citées dans la littérature concernent une information imparfaite des agents économiques ou la taille du taux de préférence pour le temps des autorités monétaires.

¹⁰ Selon Neumann, l'indépendance complète d'une banque centrale est définie par les cinq éléments suivants: (i) l'interdiction de prêt aux autorités du secteur public, (ii) l'indépendance par rapport aux instructions des autorités gouvernementales, (iii) la souveraineté en matière de taux de change, (iv) l'indépendance personnelle des membres du directoire et du conseil de la banque, (v) enfin, les statuts de la banque doivent avoir un rang juridique égal à celui de la constitution.

¹¹ Englander (1991) discute l'évidence empirique liée aux multiples aspects du débat «règle contre discrétion».

minés par les anticipations mais au prix d'une perte de flexibilité pour l'institut d'émission. La perte de flexibilité (ou le gain en transparence) pose un problème de crédibilité lorsque la banque centrale doit souvent s'écarter, involontairement, de sa règle pour répondre à des circonstances imprévisibles lors de l'élaboration de celle-ci.¹² Il existe ainsi un degré optimal de transparence de la politique monétaire car le «trade-off» qui caractérise les aspects transparence et flexibilité de la politique monétaire n'est pas sans conséquence sur la crédibilité de l'institut d'émission.¹³

Pour conclure cette section, nous pouvons inférer de l'exemple ci-dessus la proposition suivante:

- 1) Gain en transparence et perte de flexibilité sont deux notions liées par un «trade-off». En effet, gagner en transparence signifie souvent perdre de la flexibilité.
- 2) Lorsqu'un gain en transparence implique une diminution de l'incitation des autorités monétaires à tricher, alors il y a gain en crédibilité.
- 3) Lorsqu'un gain en transparence implique l'adoption d'une règle de politique économique très précise qui nécessite des interventions fréquentes de l'institut d'émission pour corriger des événements aléatoires forcément imprévisibles par la règle – interventions qui peuvent introduire de la confusion ou des doutes dans l'esprit du public –, alors un gain en transparence peut impliquer une perte de crédibilité.¹⁴
- 4) Il existe donc un degré optimal de transparence de la politique monétaire.

En une phrase, cela revient à affirmer qu'une banque centrale doit révéler ce qu'elle veut faire, c'est-à-dire rendre le plus clair possible l'ensemble de ses principes d'action, mais sans révéler précisément ce qu'elle va faire.

2. Règle et transparence de la politique monétaire en pratique

Le débat théorique «règle contre discrétion» a fourni un résultat dont la validité semble être partagée par la plupart des économistes: lorsque les

autorités monétaires appliquent une règle de politique monétaire (sous-entendu une règle qui est consistante temporellement), l'inflation moyenne est en général plus faible que lorsque une politique monétaire discrétionnaire est appliquée.¹⁵ John Taylor (1992) répète ce point de vue, quoique exprimé d'une manière plus générale: «If there is anything about which modern macroeconomics is clear – and on which there is substantial consensus – it is that policy rules have major advantages over discretion in improving economic performance.»

Cependant, la distinction entre les concepts même de règle et de discrétion soulève d'importants problèmes pratiques tant sur le plan empirique que sur le plan opérationnel.

Sur le plan empirique, il est souvent difficile d'interpréter correctement une fonction de réaction d'une banque centrale inférée statistiquement, car cette dernière peut représenter aussi bien la synthèse des décisions prises période par période par la banque centrale, donc le résultat

¹² Le cas où la banque centrale veut s'écarter volontairement de sa règle pose aussi un problème de crédibilité, mais ce cas a déjà été étudié précédemment car il sous-tend que la règle de politique monétaire est inconsistante temporellement.

¹³ Ce point est lié au problème de la quantité optimale d'information privée que la banque centrale va révéler au public étant donné ses préférences. Ces situations de jeu avec «signaling» sont étudiées en détail dans Cukierman et Meltzer (1986) ou Stein (1989) par exemple.

¹⁴ On peut s'aventurer à établir une définition de la crédibilité plus précise que celle donnée dans le texte : une banque centrale est crédible lorsque les agents économiques croient ce qu'elle annonce ou ce qu'elle fait et adaptent leurs anticipations et donc leur comportement en conséquence. Croyances qui sont fondées d'une part sur la perception correcte que l'institut d'émission n'a aucune incitation à agir différemment et d'autre part sur les performances passées de la banque centrale lorsque celle-ci a dû agir confrontée à des circonstances imprévues par la règle. Olivier Blanchard résume cette position dans l'article intitulé «Pour un changement radical de politique économique» qu'il a publié dans le Monde du 16.3.1993: «Ce ne sont pas des objectifs rigides et l'obstination qui rendent une politique crédible, c'est le jugement par les marchés que le gouvernement poursuit une politique cohérente et sera capable de s'y tenir.»

¹⁵ Ce résultat est discuté dans le chapitre 12 de McCallum (1989). Il est à noter que les lecteurs particulièrement intéressés par ce résultat devraient consulter les références indiquées par McCallum soit les articles de Barro-Gordon (1983), de Barro (1985), de Cukierman (1986) ainsi que les chapitres 18 et 21 du Handbook of Monetary Economics, vol. II.

d'une politique monétaire discrétionnaire, qu'une règle contingente de politique monétaire. Et même si la banque centrale annonce qu'elle suit une règle contingente précise, il reste difficile d'interpréter ex-post si l'institut d'émission a été crédible ou non c'est-à-dire s'il a vraiment suivi la règle annoncée ou non.

Sur le plan opérationnel, les problèmes que soulève l'application d'une règle en pratique sont résumés dans Taylor (1992). Taylor énumère les raisons pour lesquelles les praticiens décident et mettent en œuvre la politique monétaire sans avoir vraiment de règles précises dans la tête. De son catalogue d'arguments, nous pouvons retenir essentiellement l'état actuel encore déficient des connaissances théoriques et techniques en économie et la responsabilité des banques centrales d'intervenir face à des événements imprévus, comme le krach boursier de 1987 par exemple.

Cette constatation conduit Taylor à énumérer deux conditions pour rendre l'utilisation d'une règle aussi opérationnelle que possible:

- Une règle n'a pas besoin d'être une formule mécanique. Elle peut être mise en œuvre de manière pragmatique par les responsables de la politique économique et non comme le ferait un ordinateur. Ce point de vue, qui ne fait pas l'unanimité des économistes, élargit considérablement ce qui peut être appelé règle. Il rend par conséquent plus floue la frontière entre règle et discrétion.¹⁶
- Pour être crédible une règle doit rester en vigueur pendant une période de temps raisonnablement longue (plusieurs années, voire plusieurs cycles conjoncturels).

L'application pratique d'une règle soulève plusieurs problèmes selon Taylor. Ceux liés à la transition vers l'application d'une règle nouvellement créée et ceux associés à la mise en œuvre jour après jour de la règle.

Un problème important associé à la transition vers l'application d'une nouvelle règle est celui de l'évaluation des performances de cette nouvelle règle. Pour Taylor, l'hypothèse d'anticipations rationnelles qui implique qu'une règle existante

est censée être connue par les agents d'une économie – hypothèse qui n'est pas déraisonnable, selon l'auteur, lorsque la même règle est opérationnelle depuis longtemps – devient abusive lors de l'adoption d'une nouvelle règle. En effet, dans cette situation, l'hypothèse d'anticipations rationnelles devient forcément caduque vu que pendant la période de transition les agents ne vont que graduellement faire converger leurs anticipations. Ainsi, pendant la période de transition, l'impact de la nouvelle règle sur l'économie peut devenir très différent de celui estimé par un modèle ou une analyse qui inclut l'hypothèse d'anticipations formées rationnellement. Selon l'auteur, les efforts visant à rendre crédible la nouvelle politique monétaire peuvent réduire les coûts associés à la période de transition. De plus, lorsqu'une économie connaît des rigidités dans ses processus d'ajustement, il paraît optimal que la transition vers la nouvelle règle se fasse de manière graduelle et soit annoncée au public pour permettre la révision des contrats de salaires et des autres «previous commitments». Taylor remarque encore qu'en pratique, il est difficile de distinguer entre la transition d'une règle à une autre et ce qui pourrait paraître comme une pure politique discrétionnaire.

Taylor essaie de cerner les problèmes associés à la mise en œuvre pratique et pragmatique d'une règle, à partir de trois exemples qui concernent les politiques monétaires américaine et allemande.¹⁷

Le premier exemple tente de cerner les conditions dans lesquelles une règle de politique monétaire peut être rendue opérationnelle en pratique. Tay-

¹⁶ Taylor (1992) précise que cette frontière doit être recherchée dans la littérature concernant le problème de la consistance temporelle de la politique monétaire. Selon cette littérature, une règle doit être la solution avec «precommitment» d'un problème d'optimisation dynamique tandis que la solution à ce même problème qui est «time inconsistent» et qui permet donc la tricherie doit être considérée comme une politique discrétionnaire.

¹⁷ Taylor fournit à la page 14 de son article un exemple de règle dont les caractéristiques sont les suivantes : le «federal funds rate» doit s'accroître lorsque l'inflation dépasse un objectif de 2% ou lorsque le PIB réel s'élève au-dessus de sa tendance de long terme (qui représente le PIB potentiel). Si le taux d'inflation et le PIB réel sont égaux à leur valeur objectif, la règle prévoit que le «federal funds rate» doit être égal à 4%, soit 2% en termes réels.

lor distingue deux options. La première option serait de fournir aux membres du «Federal Open Market Committee» (FOMC), en plus de l'ensemble d'indicateurs qu'ils observent pour décider de la politique monétaire, les prévisions du «federal funds rate» obtenues à partir de la règle. Si ces prévisions s'avèrent conformes aux décisions prises en l'absence de règle, il est possible que petit à petit l'usage de la règle s'impose, ce qui serait une garantie de continuité lorsque les membres du FOMC sont renouvelés. La seconde option pour rendre une règle de politique monétaire opérationnelle en pratique serait de s'abstenir d'utiliser dans les décisions de politique monétaire les particularités formelles de la règle mais au contraire d'utiliser les caractéristiques fondamentales qui sous-tendent le fonctionnement pratique de celle-ci.¹⁸

Deuxième exemple: le choc pétrolier temporaire de 1990. Dans cet exemple – et dans le suivant – Taylor illustre ce qu'il entend par la mise en œuvre pragmatique d'une règle. Dans le cas du choc pétrolier lié à la guerre du Golfe, un raisonnement verbal montre que les décisions de politique monétaire du moment devaient s'écarter de celles prévues par une règle du type fourni en exemple dans la note 17. En effet, le surcroît d'inflation lié au choc pétrolier nécessitait, selon cette règle, une hausse du «federal funds rate» alors que l'expérience a démontré que la nature temporaire de ce choc ne nécessitait pas une telle hausse. S'écarter de la règle était donc dans ce cas une décision salutaire.

Troisième exemple: le choc permanent de la réunification allemande. En ce qui concerne la réunification allemande, les décisions de politique monétaire du moment ne nécessitaient pas de s'écarter de celles qu'aurait prévues la règle exemple de la note 17. La hausse des taux d'intérêt à long terme observée étant liée à la demande accrue en capital de l'ex-Allemagne de l'Est et non à des anticipations inflationnistes nouvelles, la décision de ne pas hausser le taux d'intérêt à court terme, et donc de suivre la règle, a été, dans ce cas, la décision appropriée.

Comme le montrent ces deux derniers exemples, appliquer mécaniquement une règle en pratique pourrait induire dans certains cas des situations

aux conséquences dommageables pour l'économie et, de surcroît, pour la crédibilité de l'institut d'émission.

3. La politique monétaire de la BNS à la lumière de ces théories

Pour atteindre son objectif de stabilité des prix à moyen terme, la Banque nationale suisse ne fait pas une politique monétaire discrétionnaire, ni ne suit une règle simple. En fait, dans la classification du point 1.1. ci-dessus, la BNS suit une règle contingente, indépendante, souple et annoncée. La BNS ne fait pas une politique discrétionnaire car elle n'agit pas au coup par coup, sans concept durable de politique monétaire. Le fait que le sentier de croissance à moyen terme soit choisi selon le potentiel de croissance de l'économie suisse et en tenant compte, entre autres paramètres, de l'élasticité revenu de la demande de billets ne constitue cependant pas en soi une preuve que la BNS suit une règle contingente. En effet, si la BNS opérait de façon à ce que la monnaie centrale dessaisonnalisée reste en permanence sur son sentier de croissance à moyen terme, elle appliquerait en fait une règle simple. Cependant, comme la BNS laisse volontairement son agrégat cible s'écarter durablement de son sentier de croissance à moyen terme, elle suit dans l'ensemble une règle contingente. Cette règle contingente est indépendante d'un modèle particulier de l'économie et ceci bien que la BNS détermine ses actions de politique monétaire selon une philosophie économique qui leur assure une certaine continuité. Cette règle contingente peut également être qualifiée de souple. En effet, elle prévoit que la BNS s'accorde la liberté de s'écarter lorsque des circonstances exceptionnelles l'exigent, ces circonstances étant précisées dans le communiqué de fin d'année: par exemple dans le communiqué du 11 décembre 1992, il était mentionné: «La Banque nationale se réserve, comme les années précédentes, de s'écarter du sentier de croissance à moyen terme si des déve-

¹⁸ Les conseillers ou les autorités monétaires devraient, par exemple, utiliser entre eux ou publier des déclarations du genre: dans tels cas on fait ceci et dans tels autres cas on fait cela, plutôt que de s'en tenir ou de publier les caractéristiques formelles de la règle.

loppements inattendus sur les marchés des changes ou sur les marchés financiers menacent de nuire à la stabilité des prix et à une évolution économique plus équilibrée.» Enfin la règle de politique monétaire suivie par la BNS est annoncée au public par le communiqué de presse de décembre et commentée dans les diverses publications de l'institut d'émission.

La politique monétaire de la BNS, qui consiste à appliquer la règle décrite ci-dessus, peut être considérée comme consistante temporellement car la crédibilité de la règle est assurée notamment par deux moyens: l'un externe et l'autre interne. Le moyen externe qui permet de rendre la règle plus crédible est l'indépendance – depuis longtemps vérifiée – de l'institut d'émission par rapport à la Confédération dans le processus d'élaboration de la politique monétaire suisse. Le moyen interne qui permet de rendre la règle de politique monétaire plus crédible est le souci constant qu'a la BNS de sa réputation. Les agents économiques savent que la BNS se tient, sauf circonstances exceptionnelles, à la politique monétaire qu'elle annonce et ne voient aucune incitation pour l'institut d'émission de s'en écarter de manière durable sans remettre en cause sa réputation. La crédibilité de la politique monétaire de la BNS dépend aussi de la qualité effective des indicateurs sur lesquels l'institut d'émission fonde sa politique monétaire quantitative. La qualité effective ne signifie pas seulement la qualité intrinsèque de ces indicateurs (qualité statistique, donc objective) mais également – et surtout – la qualité perçue par les agents de l'économie (qualité subjective), c'est-à-dire la confiance que le public a dans les performances des indicateurs de cette politique.

Concernant la transparence, la politique monétaire de la BNS semble en accord avec le concept de transparence optimale. Sur ce point, nous pouvons distinguer l'aspect quantitatif de l'aspect lié aux interventions sur les marchés des changes de la politique monétaire de la BNS.

- Aspect quantitatif de la politique monétaire de la BNS: l'objectif intermédiaire de la politique monétaire suisse actuelle est défini comme la moyenne des cinq taux de croissance annuels de la monnaie centrale dessaisonnalisée sur la

période 1990–1994. De plus, l'évolution correspondante en niveau est visualisée par un graphe du sentier de croissance à moyen terme de cet agrégat dont la pente et l'intercept ont été définis, publiés et commentés dans les bulletins de la banque. Enfin, des indications annuelles et des prévisions trimestrielles renseignent le public sur l'évolution attendue par l'institut d'émission de son agrégat cible et, partant, sur le degré de rigueur qu'il entend donner, à court terme, à sa politique.

- Aspect lié aux interventions de change de la politique monétaire de la BNS: de la façon dont le communiqué de presse 1992 a été rédigé, par exemple, le public peut comprendre que les interventions de change de l'institut d'émission sont temporaires par nature. Définir de plus près les circonstances dans lesquelles la BNS intervient est d'une part impossible, car ex-ante elle ne sait pas elle-même quand elle devra intervenir précisément, et d'autre part non souhaitable. En effet, être plus précis, c'est-à-dire donner une liste de cas dans lesquels la BNS se réserve le droit d'intervenir, provoquerait certainement des réactions de test de la part des marchés financiers. D'autre part, ce faisant la BNS court le risque de devoir malgré tout intervenir dans des circonstances non prévues dans cette liste et donc court le risque de mettre en danger sa crédibilité.

4. Conclusion

Cette introduction à la littérature concernant la transparence et la crédibilité de la politique monétaire permet de mettre en perspective les points suivants. La plupart des économistes semblent d'accord que de suivre une règle de politique monétaire permet de meilleures performances dans la lutte contre l'inflation que d'appliquer une politique discrétionnaire. Toutefois, suivre une règle n'est pas chose facile. En effet, lorsque les agents économiques forment leurs anticipations de manière rationnelle (en tout cas de manière «forward-looking»), suivre une règle de politique monétaire peut poser le problème délicat de la consistance temporelle de celle-ci, avec toutes les conséquences que cela peut avoir sur la crédibilité de l'institut d'émission. De plus, le problème de la

transparence de la règle de politique monétaire posé également des problèmes quant à la crédibilité de la banque centrale. Ainsi, en théorie déjà, il ne semble pas facile de mettre en œuvre et de suivre une règle de politique monétaire crédible. A cela il faut ajouter encore quelques restrictions pratiques: pour être compréhensible par tous les agents économiques, une règle devrait être sim-

ple. Et, pour pouvoir avoir une chance d'être appliquée en pratique pendant une période de temps suffisamment longue pour être crédible, la règle retenue par les autorités monétaires devrait avoir une certaine souplesse. Mais souplesse ne devrait pas être synonyme de laxisme sinon la règle perd de son utilité et la banque centrale de sa crédibilité.

Références

- Barro, R.J. (1985). «Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion», *Economic Journal*, Vol. 95 (Supplement), pp. 23–37.
- Barro, R.J. et Gordon, D.B. (1983). «A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model», *Journal of Political Economy*, Vol. 91, pp. 589–610.
- Blanchard, O.J. et Fischer, S. (1989). «Monetary and Fiscal Policy Issues», chapitre 11 du livre *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge, Mass. pp. 566–629.
- Cukierman, A. (1986). «Central Bank Behavior and Credibility: Some Recent Theoretical Developments», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 68, pp. 5–17.
- Cukierman, A. et Meltzer, A.H. (1986). «A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information», *Econometrica*, Vol. 54, pp. 1099–1128.
- Englander, S.A. (1991). «Optimal Monetary Policy Design: Rules versus Discretion Again», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter, pp. 65–79.
- Fischer, S. (1990). «Rules versus Discretion in Monetary Policy», chapitre 21 du *Handbook of Monetary Economics*, Volume II, B.M. Friedman et F.H. Hahn éditeurs, Elsevier Science Publishers B.V., pp. 1156–1184.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1959). *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press.
- Friedman, M. (1962). «Should There Be an Independent Monetary Authority?», article paru dans *In Search of a Monetary Constitution*, L.B. Yeager éditeur, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Henderson, D.W. et McKibbin, W.J. (1992). «A Comparison of Simple Monetary Policy Rules for Open Economies with Full and Partial Instrument Adjustment», article présenté à la conférence de Carnegie-Rochester sur la politique publique qui s'est tenue les 20 et 21 novembre 1992.
- Jensen, H. (1992). «Time Inconsistency Problems and Commitments of Monetary and Fiscal Policies», *Journal of Economics*, Vol. 56, pp. 247–266.
- Kamien, M.I. et Schwartz, N.L. (1981). *Dynamic Optimization: The Calculus of Variations and Optimal Control in Economics and Management*, North Holland, New York, Oxford.
- Kydland, F.E. et Prescott, E.C. (1977). «Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*. Vol. 85, pp. 473–491.
- Lucas, R.E. (1976). «Econometric Policy Evaluation: A Critique», in Brunner, K. and Meltzer, A.H. (eds.), *The Phillips Curve and Labor Markets* (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 1), Amsterdam, North-Holland, pp. 19–46.
- McCallum, B.T. (1989). «Rules Versus Discretion in Monetary Policy», chapitre 12 du livre *Monetary Economics, Theory and Policy*. Macmillan Publishing Company, New York, pp. 237–248.
- Neumann, M.J.M. (1991). «Precommitment by Central Bank Independence», *Open economies review*, Vol. 2, pp. 95–112.
- Oudiz, G. et Sachs, J. (1985). «International Policy Coordination in Dynamic Macroeconomics Models», paru dans *International Economic Policy Coordination*, Buiter et Marston éditeurs, Cambridge University Press, pp. 274–330.
- Rich, G. (1992). «Views of Monetary Policy: Comments on a Paper by W. Lee Hoskins», article présenté à la 17^e conférence annuelle sur la politique économique de la Banque fédérale de Réserve de St. Louis qui s'est tenue les 15 et 16 octobre 1992.
- Stein, J.C. (1989). «Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Announcements», *The American Economic Review*, Vol. 79, pp. 32–42.
- Taylor, J.B. (1992). «Discretion versus Policy Rules in Practice», article présenté à la conférence de Carnegie-Rochester sur la politique publique qui s'est tenue les 20 et 21 novembre 1992.
- Winckler, G. (1992). «Austria's monetary policy: How successful was Austria in signalling a credible policy rule?», article présenté à la «Montagsitzung» de la BNS du 28 août 1992.