



HAL
open science

Les enjeux du triple mandant de la BCE

Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance

► **To cite this version:**

Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance. Les enjeux du triple mandant de la BCE. Revue de l'OFCE, 2014, 134, pp.175-186. 10.3917/reof.134.0175 . hal-01072116

HAL Id: hal-01072116

<https://sciencespo.hal.science/hal-01072116>

Submitted on 7 Oct 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LES ENJEUX DU TRIPLE MANDAT DE LA BCE

Christophe Blot, Jérôme Creel*, Paul Hubert et Fabien Labondance

OFCE-Sciences Po

** OFCE-Sciences Po et ESCP Europe*

Le consensus qui prévalait sur le rôle des banques centrales s'est fissuré. La poursuite du seul objectif de stabilité des prix est aujourd'hui insuffisante pour assurer la stabilité macroéconomique et financière. Un nouveau paradigme émerge dans lequel les banques centrales doivent à la fois veiller à la stabilité des prix, à la croissance et à la stabilité financière. Les évolutions institutionnelles récentes de la BCE vont dans ce sens puisqu'elle se voit confier la surveillance micro-prudentielle. En outre, la conduite de la politique monétaire dans la zone euro montre que la BCE est aussi restée attentive à l'évolution de la croissance. Mais, si la BCE poursuit de fait un triple mandat, la question de la bonne articulation entre ces différentes missions continue de se poser. La coordination entre les différents acteurs en charge de la politique monétaire, de la régulation financière et de la politique budgétaire est primordiale et fait défaut dans l'architecture actuelle. Par ailleurs, certaines pratiques doivent être clarifiées. La BCE a joué un rôle de prêteur en dernier ressort (des banques et dans une moindre mesure des États) sans que cette fonction ne lui soit précisément attribuée. Enfin, dans ce nouveau schéma, la BCE souffre d'une illégitimité démocratique, renforcée par le rôle croissant qu'elle joue dans la détermination de l'équilibre macroéconomique et financier de la zone euro. Il nous semble important que la BCE soit plus explicite au regard des différents objectifs poursuivis et qu'elle mette en œuvre les conditions d'une coopération étroite avec les instances budgétaires et de régulation financière. Enfin, nous appelons à la création ex nihilo d'un organe de contrôle de la BCE, chargé de discuter et d'analyser la pertinence des politiques monétaires mises en place par la BCE.

La crise financière entamée en 2007 a initié un débat sur le rôle des banques centrales et la conduite de la politique monétaire avant, pendant et après les crises économiques. En particulier, le

consensus qui prévalait depuis les années 1980 s'est lézardé. Il reposait sur quatre éléments :

- la stabilité des prix est l'objectif principal (si ce n'est unique) des banques centrales ;
- à court terme, la politique monétaire a des effets réels sur la croissance ;
- si la stabilité financière peut être à la charge de la banque centrale ou déléguée à une autre autorité, il reste que, selon une vision stricte du principe de Tinbergen, ces deux objectifs sont atteints *via* le recours à deux instruments indépendants. L'objectif de stabilité des prix est atteint par le biais des modifications du taux d'intérêt directeur de la banque centrale tandis que la régulation financière s'appuie sur le contrôle des institutions de crédit *via* une politique micro-prudentielle ;
- la stabilité des prix entraîne la stabilité financière et la stabilité macroéconomique autour du potentiel de l'économie.

Ce consensus est aujourd'hui remis en cause. La crise a montré que la stabilité des prix n'était pas suffisante pour garantir la stabilité financière¹ et qu'elle pouvait même être vecteur de déséquilibres financiers². Cette remise en cause du paradigme questionne le rôle des banques centrales³. Doivent-elles se préoccuper de stabilité financière et si oui, quel est le meilleur instrument pour y parvenir ? Plusieurs options peuvent être envisagées. Les banques centrales peuvent intégrer l'objectif de stabilité financière dans la conduite de la politique monétaire (politique dite de « *leaning against the wind* »). En complément de la régulation micro-prudentielle, les banques centrales peuvent avoir recours à la politique macro-prudentielle. Celle-ci se distingue d'une approche micro-prudentielle par le fait qu'elle identifie et limite les sources de risque systémique.

En outre, cette interrogation doit tenir compte du contexte macro-financier marqué par un chômage élevé dans la zone euro et par la hausse des dettes publiques. Les décisions de politique moné-

1. Ce que prétendaient déjà en particulier Borio & Lowe (2002) ou White (2006).

2. La stabilité macroéconomique permet en effet aux banques centrales de maintenir les taux d'intérêt à un niveau modéré et stable, ce qui conduit le système financier à accroître son niveau de levier et sa vulnérabilité.

3. Voir Betbèze *et al.* (2011).

taire ont des répercussions sur l'inflation mais également sur la croissance, l'emploi, la dynamique des dettes publiques et privées et le niveau de risque du système financier. Cet article apporte un éclairage sur ces questions dans une perspective européenne. Si la stabilité des prix est toujours l'objectif principal de la BCE, le traité de Maastricht n'exclut cependant pas les autres objectifs et notamment la croissance et l'emploi. Par ailleurs, la mise en œuvre de l'union bancaire consacre explicitement une nouvelle prérogative pour la BCE : la stabilité financière. La BCE est désormais chargée de la supervision bancaire (instrument micro-prudentiel). Cette articulation entre les objectifs poursuivis par la BCE et le rôle des autres institutions (gouvernements nationaux pour la politique budgétaire et le Conseil européen de risque systémique pour la gestion du risque systématique) doit être explicitée et nous montrons qu'elle soulève encore des interrogations.

1. Le triple mandat de la BCE

La BCE poursuit *de facto* 3 mandats : stabilité des prix, croissance (emploi) et stabilité financière :

- la stabilité des prix est consacrée par le Traité (article 127 du TUE) au rang d'objectif principal de la politique monétaire ;
- l'objectif de croissance est relégué au second rang puisque le Traité stipule effectivement que « *sans préjudice de l'objectif principal de stabilité des prix, le SEBC [Système européen de banques centrales] apporte son soutien aux politiques générales dans l'Union* » ;
- la mise en œuvre de l'union bancaire confie à la BCE un rôle en matière de régulation financière (décision du Conseil de l'Union européenne du 15 octobre 2013). Elle est désormais en charge de la supervision bancaire (plus particulièrement des institutions de crédit dites « significatives ») dans le cadre du SSM (*Single supervisory mechanism*). À compter de l'automne 2014, la BCE sera en charge de la politique micro-prudentielle, en étroite coopération avec les organismes et institutions nationales.

En pratique, même si le traité établit une hiérarchie entre les objectifs, la BCE s'est montrée aussi bien attentive aux évolutions de l'inflation qu'à celles de la croissance⁴. Un double mandat explicite, mettant sur un pied d'égalité les objectifs d'inflation et de

croissance, à l'instar du mandat de la Réserve fédérale des États-Unis, serait probablement plus adapté. Mais la lourdeur d'une procédure de révision du Traité incite plutôt au pragmatisme en la matière. Rosengren (2013) précise que le double mandat permet de mieux justifier le caractère expansionniste de la politique monétaire dans les périodes de crise où le chômage est très élevé. Puisque la définition de la stabilité des prix ou du niveau optimal d'inflation n'est pas clairement établie⁵, la BCE dispose d'ores et déjà de marges de manœuvre suffisantes pour articuler son action de façon adaptée en fonction des objectifs d'emploi et d'inflation.

Par ailleurs, les décisions de la BCE pendant la crise témoignent de son pragmatisme et de sa réactivité. La BCE a largement satisfait aux besoins de liquidité des banques européennes, modifiant lorsqu'elle l'a jugé nécessaire son cadre opérationnel. Elle a de fait joué un rôle de prêteur en dernier ressort, bien que cette mission ne soit pas inscrite dans son mandat. Cette action était essentielle pour éviter que la crise de liquidité entraîne des défauts de paiement. L'opération de refinancement accordé sur une durée de 3 ans fut non seulement importante pour couvrir les besoins de refinancement des banques mais a également permis de soutenir le marché des dettes souveraines alors que la BCE avait cessé d'acheter des titres sur le marché secondaire dans le cadre du SMP (Securities Market Programme). Ce programme, puis l'annonce de l'OMT (Outright Monetary Transactions), mesures permettant à la BCE d'acheter sans limite des titres souverains émis par des pays bénéficiant d'un programme de soutien dans le cadre du FESF-MES, ont également montré que la BCE savait éviter les interprétations trop strictes de son mandat et de ses missions⁶. Elle a notamment argué de la nécessité de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire pour pouvoir intervenir sur les marchés de dette publique (Cour-Thiman et Winkler, 2013). Enfin, plus récemment, M. Draghi a innové en adoptant une stratégie d'orientation prospective (*forward guidance*), par laquelle la banque centrale annonce

4. Castro (2011) montre, au travers de l'estimation de règles de Taylor entre 1999:1 et 2007:12, que la BCE a réagi significativement à l'inflation et à l'écart de production.

5. Voir, par exemple, Billi et Kahn (2008).

6. Il faut néanmoins rappeler que ces décisions ont suscité d'importants débats, y compris au sein du Conseil des gouverneurs. J. Weidman, le président de la Bundesbank, avait notamment clairement fait savoir son opposition à la politique de rachats de titres publics.

qu'elle maintient son principal taux directeur à un niveau proche de zéro pendant une période prolongée. L'objectif est d'influencer les anticipations de taux d'intérêt et, ainsi, de renforcer l'effet de la politique monétaire. Cette nouvelle communication rompt avec les discours passés de la BCE selon lesquels la BCE ne s'engageait pas sur ses décisions futures de taux d'intérêt.

En résumé, bien que le mandat de la BCE soit restrictif, son action témoigne de préoccupations plus larges. La BCE a suivi les évolutions de l'inflation et de la croissance. Elle a contribué à la stabilité financière comme doit le faire un prêteur en dernier ressort. En outre, les dispositions récentes en matière de régulation vont accroître les compétences de la BCE en lui confiant la surveillance micro-prudentielle du système bancaire. De fait, la BCE poursuit bien trois objectifs.

2. Un chantier inachevé

Si le triple mandat est avéré, la question de la bonne articulation entre ces missions continue de se poser. L'arbitrage entre inflation et croissance est déjà régulièrement intégré dans l'action de la BCE. Ses communiqués de presse évoquent systématiquement la balance des risques sur l'inflation et la croissance. Dans le contexte actuel de risque de déflation, la BCE pourrait utilement s'appuyer sur sa stratégie d'orientation prospective pour rendre explicite une cible de chômage. Ce choix, fait par la Banque d'Angleterre (BoE), permettrait de clarifier la stratégie de communication de la BCE puisque l'orientation de la politique monétaire deviendrait contingente à un seuil portant sur une variable directement et régulièrement observable (Banque d'Angleterre, 2013). L'action entreprise par la BoE montre qu'une telle décision n'est pas incompatible avec une cible d'inflation et un mandat axé sur la stabilité des prix.

Un autre arbitrage se pose concernant plutôt l'articulation entre politique monétaire et politique micro-prudentielle. Il est cependant courant que les banques centrales soient conjointement en charge de la conduite de la politique monétaire et du contrôle prudentiel des banques (Pays-Bas, Espagne, États-Unis notamment). Les banques centrales ont déjà l'expertise du suivi du secteur bancaire puisqu'elles collectent des informations pour la

conduite de leurs opérations de politique monétaire. Etant donné le lien entre les deux objectifs, il est plus efficace qu'une seule institution soit en charge de ces deux objectifs afin d'internaliser les interdépendances. Enfin, dans la mesure où la BCE est prêteur en dernier ressort des banques, il est préférable qu'elle dispose des informations nécessaires et des prérogatives pour répondre aux besoins de liquidité.

Par ailleurs, si le SSM octroie à la BCE des prérogatives en termes de politique micro-prudentielle, la mise en œuvre de la politique macro-prudentielle revient à une nouvelle institution : l'ESRB (European systemic risk board). Ce nouvel outil est indispensable dans la mesure où le contrôle des établissements financiers au niveau individuel est insuffisant pour gérer les risques pris par le système financier dans son ensemble. Cependant, l'ESRB n'est qu'un organe de proposition. La mise en œuvre de la politique macro-prudentielle, au travers de l'imposition de restrictions du ratio prêt-sur-valeur, revient *in fine* aux États membres qui devront notifier et coordonner leurs décisions avec la BCE. Parce qu'il existe une complémentarité très forte entre la conduite de la politique monétaire et la politique macro-prudentielle, il aurait été plus approprié que cette tâche incombât à la BCE, surtout que certains outils de réglementation, comme les contraintes de fonds propres, peuvent être à la fois considérés comme relevant du macro et du micro-prudentiel. Par ailleurs, il est probable qu'en disposant du levier macro-prudentiel, la BCE aurait été capable d'atténuer les asymétries qui résultent de la mise en œuvre d'une politique monétaire commune dans un espace structurellement hétérogène. Entre 2001 et 2007, le taux d'intérêt fixé par la BCE était probablement trop élevé pour l'Allemagne et trop faible pour l'Espagne. La bulle immobilière en Espagne (ou en Irlande) aurait pu être évitée à condition de mettre en œuvre des restrictions adéquates sur la croissance du crédit, de renforcer les ratios de prêt-sur-valeur. De même, les autorités monétaires auraient pu donner l'alerte sur l'hypertrophie du système bancaire irlandais ou chypriote.

La BCE devra être transparente sur le lien qu'elle compte faire entre son action de politique monétaire et la stabilité financière. Le principe de stricte séparation des instruments est remis en cause en faveur d'un *policy-mix* dit intégré dans lequel la banque centrale peut décider de modifier son instrument (le taux d'intérêt) en fonc-

tion de considération de risque financier. A cette fin, la BCE pourrait modifier son deuxième pilier qui consiste en la surveillance d'un agrégat monétaire pour juger des risques à moyen terme sur la stabilité des prix. L'inclination monétariste de ce deuxième pilier n'a pas lieu d'être compte tenu de la baisse tendancielle de la vitesse de circulation de la monnaie, et pourrait être transformée afin de tenir compte d'un ensemble de signaux (croissance du crédit, niveau de levier du système financier, endettement des agents non financiers, prix immobiliers, etc.) reflétant les risques non plus seulement monétaires mais aussi financiers.

La question du prêteur et d'acheteur en dernier ressort doit être clarifiée. La BCE a joué ce rôle pour les banques sans que cette mission ne lui soit explicitement confiée. La question se pose avec plus d'acuité pour le marché des dettes souveraines dans la mesure où les gouvernements sont soumis à un risque de liquidité (Buiter & Rahbari, 2012 ou De Grauwe, 2011). Dès lors que l'illiquidité pose des problèmes d'instabilité macroéconomique, financière et sociale, il est justifié de se prémunir contre ce risque par l'intervention des banques centrales. Les mouvements de panique sur les marchés de dette souveraine ont été une menace importante dans la zone euro. De Grauwe (2012) rappelle que la fragilité des membres d'une union monétaire est accrue car les entités la composant sont de fait endettées dans une monnaie sur laquelle ils n'exercent aucun contrôle. La mise en œuvre du SMP et l'annonce de l'OMT dans la zone euro ou les interventions de la BoE et de la Réserve fédérale ont montré que ce type de mesure est essentiel pour l'efficacité de la politique monétaire ou pour atténuer les risques d'instabilité financière. Si la BCE a fait preuve de pragmatisme, il reste que la doctrine en la matière doit être transparente. En l'absence d'intégration budgétaire plus poussée, l'officialisation du rôle de prêteur et d'acheteur en dernier ressort dévolu à la BCE, auprès des banques mais aussi des gouvernements doit être envisagée. Enfin, il est crucial que les politiques monétaires futures de la BCE ne soient pas conditionnées par l'attitude ou la psychologie du banquier central en place, tantôt pragmatique, tantôt dogmatique, car l'incertitude nuit à l'ancrage des anticipations⁷.

De fait, les banques centrales détiennent une part importante de la dette publique et en sont donc devenues des co-gérantes (Blommestein et Turner, 2012), une tâche qui leur fut par le passé déjà

dévolue (Goodhart, 2010). La mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles renforce les interactions entre politique monétaire et politique budgétaire, ce qui pose à nouveau la question de leur coordination. Or il n'existe aujourd'hui aucune instance permettant la mise en œuvre d'une coordination à l'échelle européenne. S'il est évident que la décentralisation des politiques budgétaires accroît la difficulté de coordination, cette nécessité ne doit pas être éludée. Dans le prolongement, se posent les questions de l'indépendance de la banque centrale et de sa responsabilité démocratique. L'architecture actuelle octroie une très forte indépendance à la BCE, tant en termes de moyens qu'en termes d'objectifs. L'élargissement des missions de la BCE au domaine financier lui donne un rôle croissant dans la détermination de l'équilibre macroéconomique et financier de la zone euro. La question de la légitimité démocratique d'une telle institution (un débat soulevé déjà par J. Stiglitz en 1998) en devient plus délicate. Trois positions peuvent être défendues. Le rôle croissant des banques centrales les rendrait plus sensibles aux pressions politiques et il faudrait donc mieux les protéger afin de garantir le meilleur équilibre macroéconomique et financier. C'est la position défendue par le CIEPR (2011). Dans ce cas, l'indépendance de la BCE doit être maintenue, voire renforcée. À l'opposé, on peut imaginer que les mandats de la BCE et la nature du contexte macroéconomique et financier plaident pour une remise en cause de l'indépendance des banques centrales afin que les décisions prises n'échappent plus à un contrôle démocratique. Il faut rappeler que l'indépendance n'est ni une constante historique (e.g. Forder, 1998), ni nécessaire à la stabilité (e.g. Hayo, 1998). Enfin, dans le cas européen, une position intermédiaire pourrait consister à ne pas remettre en cause l'indépendance de moyens de la BCE mais à revoir son indépendance d'objectifs. Les objectifs poursuivis en matière de stabilité des prix, d'emploi et de stabilité financière pourraient être décidés de manière régulière, coordonnée et contrôlée démocratiquement. Aux États-Unis, ce contrôle est

7. Cette personnalisation de la politique monétaire faisait dire à Bernanke *et al.* (2001) qu'en dépit d'un ciblage d'inflation *de facto* par la Réserve fédérale, notamment sous le mandat d'A. Greenspan, il était important d'instituer un ciblage d'inflation *de jure* : quels que soient la personnalité et le charisme du banquier central américain, l'inscription de son action dans un cadre institutionnel clairement défini favoriserait la crédibilité de son engagement à poursuivre son double mandat.

exercé par le Congrès. Au niveau européen, la situation est plus complexe dans la mesure où le Parlement regroupe également des députés élus dans des pays ne participant pas à l'Union monétaire. L'organe de contrôle de la BCE resterait donc à imaginer.

3. Une question subsidiaire : la politique de change

L'action de la BCE pour soutenir la sortie de crise et lutter contre les déséquilibres, pourrait passer par la mise en place d'une politique de change. Le Traité de Maastricht donne au Conseil des ministres le pouvoir d'établir des orientations générales pour la politique de change de l'euro. Cette disposition recèle bien des difficultés. En effet il faut obtenir un consensus au sein de l'Euro-groupe, qui s'impose comme la subdivision adéquate du conseil Ecofin, sur ces questions. Ceci requiert une homogénéisation des préférences. Et pour que cette décision soit retranscrite dans les actes, la BCE doit accepter de suivre la recommandation tant qu'elle estime que cela ne porte pas préjudice à son principal objectif. Ces arrangements institutionnels ont donc mené à une confiscation (Cartapanis, 2006) ou à un « hold-up tranquille » de la politique de change par la BCE (Creel *et al.*, 2007). Cette question est d'autant plus importante dans le contexte de la guerre des monnaies que se livrent les grandes puissances monétaires et qui se réalise en grande partie au détriment de l'euro, variable d'ajustement du système monétaire international. La dépréciation de l'euro serait un remède assez efficace pour stimuler la croissance de la zone euro, *via* une hausse des exportations, et pour atténuer le risque de déflation. De plus, la baisse de l'euro pourrait avoir des effets asymétriques équilibrants. Blot et Cochard (2008) estiment les élasticités-prix des exportations et suggèrent qu'une baisse de l'euro serait plus profitable aux exportations espagnoles que françaises et surtout allemandes⁸. Il y aurait donc un levier pour réduire les divergences entre les pays de la zone euro qui ne passe ni par une dissolution de l'Union aux conséquences incertaines, ni par des dévaluations compétitives internes qui ne font qu'accroître les pressions déflationnistes à l'intérieur de la zone euro. A court terme, un consensus entre les gouvernements sur cette question

8. Plus récemment, Héricourt *et al.* (2014) trouvent cependant qu'il y aurait peu de différences entre l'élasticité-prix estimée pour la France et celle estimée pour l'Allemagne.

reste illusoire. Il n'en demeure pas moins que la politique monétaire de la BCE semble trop restrictive étant donné le contexte macroéconomique (Bénassy-Quéré *et al.*, 2014). Une politique plus expansionniste serait alors un dispositif indirect qui permettrait une baisse de l'euro.

4. Conclusion et propositions

Nous avons souligné ici qu'en pratique, la BCE poursuit trois objectifs. Pour autant, leur articulation méritant une clarification, nous proposons les recommandations suivantes :

1. Sans modification des traités en vigueur, il est important que les dirigeants de la BCE soient plus explicites dans les différents objectifs poursuivis. La priorité annoncée à l'objectif de stabilité des prix ne semble désormais plus correspondre à la pratique de la politique monétaire : l'objectif d'écart de croissance semble primordial, tout comme celui de stabilité financière. Plus de transparence rendrait la politique monétaire plus crédible et certainement plus efficace à prévenir une autre crise bancaire et financière. Le recours à une politique de change ne devrait plus être négligé car elle peut participer à la résorption des déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro.
2. En l'absence d'une telle clarification, l'indépendance extensive de la BCE devrait être remise en cause, afin de mieux correspondre aux standards internationaux en la matière. Les banques centrales disposent très rarement de l'indépendance d'objectif : à titre d'exemple, la Réserve fédérale poursuit un double mandat explicite, tandis que la BoE inscrit son action dans un ciblage d'inflation institutionnalisé. Un triple mandat explicite pourrait être imposé à la BCE, à charge pour ses dirigeants d'arbitrer efficacement entre ces objectifs.
3. La question de l'arbitrage devient effectivement plus délicate au gré de l'élévation du nombre des objectifs poursuivis. Elle l'est d'autant plus que la BCE s'est lancée dans une politique de gestion de la dette publique qui l'expose désormais à la question de la soutenabilité des finances publiques européennes. Le mandat de la BCE devrait donc mentionner

explicitement son rôle de prêteur en dernier ressort, tâche usuelle des banques centrales, ce qui clarifierait la nécessité d'une coordination plus étroite entre gouvernements et BCE.

4. Plutôt qu'à une remise en cause totale de l'indépendance de la BCE, qui n'obtiendrait jamais l'unanimité des États membres, nous appelons à la création *ex nihilo* d'un organe de contrôle de la BCE, chargé de discuter et d'analyser la pertinence des politiques monétaires mises en place au regard des objectifs élargis de la BCE : stabilité des prix, croissance, stabilité financière et soutenabilité des finances publiques.

Références bibliographiques

- Bank of England, 2013, *Monetary policy trade-offs and forward guidance*, août.
- Bénassy-Quéré A., P.-O. Gourinchas, P. Martin et G. Plantin, 2014, « L'euro dans la guerre des monnaies », *Les notes du conseil d'analyse économique*, 11, janvier.
- Bernanke B., T. Laubach, F. Mishkin et A. Posen, 2001, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.
- Betbèze J.-P., C. Bordes, J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, 2011, « Banques centrales et stabilité financière », *Rapport du Conseil d'Analyse Economique*, 96, avril.
- Billi R. M. et G. A. Kahn, 2008, « What is the optimal inflation rate ? », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Second Quarter, 5 : 28.
- Blommestein H. J. et P. Turner, 2012, « Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability », *OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt management*, 3.
- Blot, C. et M. Cochard, 2008, « L'énigme des exportations revisitée : que faut-il retenir des données de panel ? », *Revue de l'OFCE*, 106 : 67-100.
- Borio C. et P. Lowe, 2002, « Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus », *BIS Working Paper*, 114, juillet.
- Buiter W. H. et E. Rahbari, 2012, « The ECB as lender of last resort for sovereigns in the euro area », *CEPR Discussion Paper*, 8974, mai.
- Cartapanis A., 2006, « Pour une politique de change contra-cyclique de l'euro ». In Le Cercle des Economistes, *L'Europe et les États-Unis : au-delà des idées convenues*. Paris, Descartes & Cie.

- Castro V., 2011, « Can central banks' monetary policy be described by a linear (augmented) Taylor rule or by a nonlinear rule ? », *Journal of Financial Stability*, 7(4) : 228-246.
- Committee on International Economic Policy and Reform (CIEPR), 2011, *Rethinking Central Banking*, Report, septembre.
- Cour-Thimann P. et B. Winkler, 2013, « The ECB's non-standard monetary policy measures : the role of institutional factors and financial structure », *ECB Working Paper*, 1528, avril.
- Creel J., E. Laurent et J. Le Cacheux, 2007, « La politique de change de la zone euro ou le hold-up tranquille de la BCE », *Revue de l'OFCE*, 100 : 7-30.
- De Grauwe P., 2011, « The European Central bank as a lender of last resort », *voxeu.org*, 18 août.
- De Grauwe P., 2012, « The governance of a fragile Eurozone », *Australian Economic Review*, 45(3) : 255-268.
- Forder J., 1998, « Central bank independence-conceptual clarifications and interim assessment », *Oxford Economic Papers*, 50 : 307-334.
- Goodhart C., 2010, « The changing role of central banks », *BIS Working Paper*, 326, November.
- Hayo B., 1998, « Inflation culture, central bank independence and price stability », *European Journal of Political Economy*, 14 : 241-263.
- Héricourt J., P. Martin et G. Orefice, 2014, « Les exportateurs français face à l'euro », *La Lettre du Cepii*, 340, janvier.
- Rosengren E. S., 2013, « Should full employment be a mandate for central banks ? », *Remarks at the Federal Reserve Bank of Boston's 57th Economic Conference*.
- Stiglitz J., 1998, « Central banking in a democratic society », *De Economist*, 146(2) : 199-226.
- Svensson L. E. O., 2010, « Inflation targeting », in *Handbook of Monetary Economics*, 3, edited by B. M. Friedman and F. H. Hahn.
- White W.R., 2006, « Is price stability enough? », *BIS Working Paper*, 205, avril.