



Les banques centrales peuvent-elles encore être indépendantes ?

Christophe Blot

► To cite this version:

Christophe Blot. Les banques centrales peuvent-elles encore être indépendantes ?. Revue Française d'Economie, 2019, XXXIII (3), pp.127 - 164. 10.3917/rfe.183.0127 . hal-03403636

HAL Id: hal-03403636

<https://sciencespo.hal.science/hal-03403636>

Submitted on 26 Oct 2021

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.

**Christophe
BLOT**

Les banques centrales peuvent-elles encore être indépendantes ?

D

ans les années 1990, le modèle de banques centrales indépendantes du pouvoir politique s'est imposé dans de nombreux pays industrialisés et émergents comme un pilier de leur gouvernance contribuant à l'élaboration d'un nouveau paradigme autour des objectifs de la poli-

tique monétaire et du statut de l'autorité en charge de sa mise en œuvre (Cukierman [2008]). Ce choix s'est appuyé sur un cadre théorique analysant les conditions d'efficacité de la politique monétaire et l'importance accrue donnée à l'objectif de stabilité des prix. L'histoire rappelle cependant que les missions confiées aux banques centrales et leurs statuts ont évolué selon le contexte économique, financier et politique. Les circonstances historiques ont motivé la création des premières banques centrales afin qu'elles contribuent au financement de l'effort de guerre (Riksbank en Suède, Bank of England) ou pour qu'elles organisent le placement de la dette publique (Bank of England, Banque de France). La mission principale des banques centrales a ensuite rapidement évolué, consistant alors principalement à garantir la stabilité de la valeur externe de la monnaie pendant la période de l'étalon-or et à assumer la fonction de prêteur en dernier ressort¹, comme l'illustrent les créations de la Banque d'Italie à la fin du 19^{ème} siècle puis de la Réserve fédérale des États-Unis et la Banque du Canada au 20^{ème} siècle. La question de la stabilisation macroéconomique est devenue prépondérante après la Seconde Guerre mondiale, avant que s'impose l'objectif principal de stabilité des prix dans les années 1980².

La crise financière a vu l'émergence d'un nouveau modèle de banque centrale. Dans de nombreux pays, la mission des banques centrales ne se réduit pas, ou plus, à la mise en œuvre de la politique monétaire. Elles jouent désormais un rôle essentiel en matière de régulation micro et macro-prudentielle. Par ailleurs, la crise a relancé le débat sur une stratégie dite de « *leaning against the wind* » où la politique monétaire pourrait contribuer à l'objectif de stabilité financière. Enfin, la contrainte sur le taux nominal de court terme a conduit les banques centrales à utiliser la taille et la composition du bilan comme outil de politique monétaire ce qui s'est traduit par une interaction plus importante avec la politique budgétaire. La délégation de nouvelles prérogatives et la mise en œuvre de nouveaux instruments ne se sont pas accompagnées d'une réflexion sur la gouvernance des banques centrales. Dans quelle mesure

faut-il modifier le contrôle démocratique de ces institutions dont les responsabilités ont été accrues ?

Cet article présente la notion d'indépendance des banques centrales en proposant une analyse critique des fondements du modèle qui s'est imposé dans les années 1990 et en faisant un lien entre le débat sur les missions confiées aux banques centrales et leur gouvernance. Nous considérons que l'évolution récente du modèle de banque centrale n'est pas un phénomène temporaire. Ce nouveau modèle est à la fois légitimé par l'histoire de ces institutions mais aussi par les interactions entre, d'une part, les objectifs assignés aux banques centrales – stabilité des prix, stabilité macroéconomique et stabilité financière – et, d'autre part, les politiques qui permettent d'atteindre ces objectifs, politique monétaire, politique budgétaire et régulation prudentielle.

La question de l'indépendance est rendue complexe par les multiples dimensions qu'elle revêt³. Debelle et Fischer [1995] font une distinction entre l'indépendance relative au choix des objectifs ou des instruments. Dans le premier cas, la banque centrale définit elle-même l'objectif de politique monétaire, alors que dans le second, elle a toute latitude pour choisir les outils qu'elle juge idoines pour atteindre ses objectifs fixés par le gouvernement ou une assemblée représentative. Mais qu'en est-il lorsque cette même institution est en charge d'une autre mission⁴ ? La gouvernance de la banque centrale peut-elle être différente en fonction de la nature des instruments qu'elle contrôle ? Enfin, il faut distinguer l'indépendance *de jure* – basée sur le mandat, la procédure de nomination et le cadre institutionnel définissant les relations entre la banque centrale et le gouvernement – de l'indépendance *de facto*. Nous suggérons que la gouvernance des banques centrales doit évoluer si le mandat qui leur est confié est élargi et si les interactions entre les instruments monétaire, budgétaire et prudentiel sont accrues. Le degré d'indépendance des banques centrales pourrait être atténué soit par une responsabilité plus grande et un contrôle démocratique⁵ plus étroit des banques centrales, soit par une coordination plus forte entre les institutions, ce qui plaide pour une implication du gouvernement dans le processus de prise de décision.

Crowe et Meade [2007] montrent que le degré d'indépendance des banques centrales a fortement augmenté entre la période 1980-1989 et 2003. Les analyses récentes menées par Dincer et Eichengreen [2014], à partir d'indicateurs *de jure* à la Cukierman *et al.* [1992], indiquent que ce mouvement s'est consolidé, puisque les banques centrales sont globalement plus indépendantes en 2010 qu'elles ne l'étaient en 1998. De Haan et Eijffinger [2017] confirment cette tendance en recensant des évaluations récentes du degré d'indépendance après la crise à partir d'indicateurs *de jure* et *de facto* (basés sur la rotation des banquiers centraux). Masciandaro et Romelli [2015] nuancent ces conclusions et évoquent une réduction « silencieuse » de l'indépendance des banques centrales. Ils distinguent la dimension politique de la dimension économique dans les indicateurs *de jure* et montrent une baisse du degré d'indépendance économique des banques centrales après la crise financière globale en lien avec l'implication plus forte des banques centrales sur les questions de stabilité financière. La question de l'indépendance est donc inévitablement liée à l'évolution des objectifs qui leur sont assignés.

Les critiques à l'égard de l'indépendance des banques centrales ne sont pas récentes et furent formulées dès l'émergence du cadre institutionnel qui s'est imposé dans les années 1990. Elles portèrent initialement sur les fondements théoriques du modèle. Elles resurgissent aujourd'hui en lien avec la question des objectifs et des interactions étroites entre politique monétaire, politique budgétaire et de régulation financière. Goodhart et Lastra [2018] évoquent également une critique plus populiste selon laquelle l'incapacité des banques centrales à prévenir la crise, et à la gérer par la suite, entraînerait une demande de prise de contrôle des banques centrales par les États. Cet article se concentre cependant sur les deux premières critiques. Dans une deuxième section, nous rappelons le cadre théorique qui a fondé l'indépendance des banques centrales ainsi que les critiques dont il a fait l'objet. La troisième section décrit l'évolution du modèle de banques centrales. Nous mettons l'accent sur leur forte implication sur les questions de stabilité financière et sur les interactions croissantes avec la politique budgétaire. Partant

de ce constat, nous discutons, dans une quatrième section, de la gouvernance des banques centrales selon deux modèles distincts. Bien que les mutations du modèle observées pendant la crise ne s'appuient pas sur un cadre théorique aussi cohérent que celui développé dans les années 1980, elles résultent d'une pratique qui embrassent l'ensemble des missions historiquement confiées aux banques centrales. Dans ce schéma, les missions des banques centrales sont multiples et les fortes interactions avec la politique budgétaire et la politique prudentielle invitent à renforcer les mécanismes de contrôle démocratique et les espaces de coordination, ce qui pourrait se traduire par une réduction de l'indépendance des banques centrales.

Les fondements fragiles de l'indépendance des banques centrales

Le modèle de banque centrale indépendante s'appuie principalement sur deux piliers, issus des travaux théoriques développés à partir de la fin des années 1960, portant sur la courbe de Phillips et l'incohérence temporelle⁶. Cette littérature met en avant le rôle des banques centrales en matière de stabilisation macroéconomique. L'interaction entre la politique monétaire et la stabilité financière est réduite aux opérations de prêteur en dernier ressort et à l'effet bénéfique supposé de la stabilité des prix sur la stabilité financière.

Indépendance des banques centrales et politique monétaire optimale

La critique de la courbe de Phillips par Friedman [1968] et Phelps [1967] montre les limites de l'arbitrage entre inflation et chômage justifiant ainsi la primauté donnée à l'objectif de stabi-

lité des prix. Si les banques centrales ne peuvent pas arbitrer parfaitement entre inflation et chômage et si l'inflation est un phénomène purement monétaire, au moins à long terme, il serait optimal que les banques centrales se concentrent sur cet objectif.

L'analyse des cycles politiques développée par Nordhaus [1975] suggère, en outre, que les gouvernements adopteraient des stratégies opportunistes et exerceraient des pressions sur leur banque centrale pour qu'elle mène une politique monétaire plus expansionniste, afin d'accroître l'activité à court terme. Le gouvernement espérerait ainsi tirer profit de la baisse du chômage auprès des électeurs qui ne lui reprocheraient pas la hausse future de l'inflation, ce qui revient à supposer que les préférences sociales privilégieraient systématiquement la baisse du chômage. L'indépendance des banques centrales serait alors perçue comme un moyen de lier les mains des gouvernements. Pour Milesi-Ferretti [1995], les stratégies des gouvernements sont plus complexes et un gouvernement plus averse à l'inflation ne favoriserait pas automatiquement l'indépendance des banques centrales.

Les travaux de Kydland et Prescott [1977] puis de Barro et Gordon [1983] mettent en avant l'incohérence temporelle de la politique monétaire entraînant un biais inflationniste. Une banque centrale – non indépendante du gouvernement – serait toujours incitée à créer des surprises d'inflation afin de stimuler l'activité à court terme – au-delà de son niveau d'équilibre – ce qui accroît l'inflation sans modifier le niveau de production à l'équilibre. Les individus supposés rationnels sont pleinement conscients de cette incitation et révisent leurs anticipations d'inflation à la hausse. Il en résulte que les politiques d'engagement – selon lesquelles les banques centrales annoncent une cible d'inflation basse – ne sont pas crédibles, à moins que la conduite de la politique monétaire ne soit déléguée à une banque centrale indépendante et conservatrice (Rogoff [1985]), c'est-à-dire dont l'aversion relative à l'égard de l'inflation est plus forte que celle du gouvernement. L'argument en faveur de l'indépendance ne résulterait donc pas d'un choix normatif mais correspondrait à un mode d'organisation optimal permettant d'améliorer l'efficacité de la politique économique (Labye [2015]).

La littérature justifiant l'indépendance des banques centrales a fait l'objet de nombreuses critiques résumées par Hayo et Hefeker [2002]. Au sein de ce *corpus* théorique, l'importance donnée à l'indépendance des banques centrales fait débat. Forder [2005] rappelle d'ailleurs, d'une part, que l'idée de banque centrale indépendante existait avant ces différents travaux et, d'autre part, qu'elle ne faisait pas consensus parmi les économistes. Berger *et al.* [2001] indiquent qu'indépendance ne rime pas forcément avec conservatisme. Cette caractéristique du banquier central, difficilement observable⁷, est pourtant un élément essentiel à l'élimination du biais inflationniste. McCallum ([1995] et [1997]) affirme que la délégation de la conduite de la politique monétaire à une institution séparée et indépendante du gouvernement ne résout pas mais déplace le problème d'incohérence temporelle puisque le gouvernement garde la possibilité de modifier le mandat de la banque centrale et donc de reprendre la main sur la conduite de la politique monétaire. Dans ce cas, la crédibilité de la banque centrale dépend de la capacité du gouvernement à intervenir plus ou moins facilement dans l'élaboration du statut de la banque centrale. À cet égard, la nécessité de légiférer à l'unanimité des États-membres pour modifier le statut de la Banque centrale européenne (BCE) rend cette institution plus indépendante que ne l'est la Réserve fédérale dont les missions sont définies par le Reserve federal Act voté par le Congrès. L'autre critique de McCallum ([1995] et [1997]) porte sur l'incitation qu'auraient les banques centrales non indépendantes à créer systématiquement des surprises d'inflation, ce qui revient à leur prêter un comportement schizophrénique. Les banques centrales tenteraient, par des manipulations systématiques de l'instrument de politique monétaire, d'atteindre un objectif qu'elles savent pourtant irréalisable. Mais, si elles considèrent qu'il n'y a pas d'arbitrage permanent entre inflation et chômage sur longue période, elles ne devraient plus être incitées à tricher. Dit autrement, dans une perspective dynamique, la réputation joue un rôle essentiel et s'acquiert ou se perd en fonction des décisions effectivement prises par la banque centrale⁸.

Comme souligné auparavant, l'indépendance de la banque centrale ne renseigne pas sur son degré de conservatisme. Des banques centrales peu indépendantes peuvent faire preuve d'une forte aversion à l'inflation et les préférences des banques centrales peuvent changer. Ainsi, le tournant monétariste du début des années 1980 aux États-Unis et au Royaume-Uni ne résulte pas d'une modification des statuts de ces banques centrales. La Réserve fédérale avait, dès les années 1950, gagné en autonomie vis-à-vis du Trésor. La Banque d'Angleterre n'est devenue indépendante qu'en 1997. De même, la politique du franc fort a été engagée avant le choix de rendre la Banque de France indépendante. Ce changement d'orientation très net de la politique monétaire à la fin des années 1970 ne reflète pas tant une modification des statuts mais l'adoption d'une nouvelle stratégie. De fait, les études empiriques montrant que l'indépendance permettrait de réduire l'inflation peuvent difficilement corriger de l'endogénéité des réformes visant à accroître l'indépendance. Il est en effet impossible de dissocier l'effet des préférences et le choix de rendre une banque centrale indépendante (Hayo [1998]). À partir de la fin des années 1970, les banques centrales ont renforcé le poids de l'objectif de stabilité des prix dès lors qu'elles ont pris conscience qu'un stimulus monétaire additionnel alimentait les anticipations d'inflation dans le contexte économique de cette période. Cet argument nuance l'interprétation des travaux empiriques selon laquelle la corrélation négative entre degré d'indépendance des banques centrales et inflation pourrait être le signe d'une relation causale.

Indépendance des banques centrales et interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire

La littérature sur l'indépendance des banques centrales suggère que cette architecture permet à la banque centrale de mener une politique monétaire optimale. Cet argument ne tient cependant pas compte des interactions avec la politique budgétaire qui peuvent atténuer la capacité de la banque centrale à atteindre

leurs objectifs. Ces interactions résultent notamment de l'effet des politiques sur la demande agrégée et sur la contrainte budgétaire inter-temporelle.

Les modèles à la Barro et Gordon [1983] font l'hypothèse que les banques centrales contrôlent parfaitement le taux d'inflation. Le modèle s'appuie donc implicitement sur l'hypothèse d'une relation étroite entre l'instrument de politique monétaire et le taux d'inflation. Arestis et Bain [1995] ou Arestis et Sawyer [2005] opposent une théorie alternative selon laquelle l'inflation dépend de la demande agrégée, de chocs sur les coûts de production et du comportement de fixation de prix des firmes, c'est-à-dire de leur taux de marge et donc d'un conflit de répartition. Il en résulte une interaction entre la politique monétaire et la politique budgétaire *via* leur effet respectif sur la demande agrégée. L'existence d'interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire n'écarte cependant pas automatiquement la délégation de la conduite de la politique monétaire à une institution indépendante. En effet, partant d'un cadre où les politiques monétaire et budgétaire influencent la demande, Kirsanova, Stehn et Vines [2005] déterminent les politiques optimales selon différentes configurations de jeu : coopératif ou non coopératif. Ils montrent que chaque autorité peut atteindre son objectif sans coopération mais à condition de partager les mêmes préférences, ce qui justifierait alors que la banque centrale puisse être indépendante. L'*optimum* social peut également être obtenu dans un jeu séquentiel à la Stackelberg où l'autorité budgétaire joue le rôle de leader. Dans cette configuration, la banque centrale peut effectivement adapter la politique monétaire pour neutraliser les effets indésirables d'une politique budgétaire qui serait trop ou insuffisamment expansionniste (Kirsanova *et al.* [2005]). Des situations de conflit entre le gouvernement et la banque centrale émergent si le gouvernement a un horizon plus court que celui de la banque centrale ou si sa cible de production est supérieure au potentiel. Dans ce cas, le taux d'intérêt et le niveau de dépenses publiques sont plus élevés dans un jeu non coopératif. L'intérêt de la coopération relativement à la solution où la politique monétaire optimale est

déterminée par une institution indépendante dépend donc des préférences relatives du gouvernement et de la banque centrale.

Les interactions entre politique monétaire et budgétaire ne se limitent pas aux effets de ces politiques *via* la demande agrégée mais résultent également de leur impact sur la contrainte budgétaire inter-temporelle du gouvernement. La littérature sur la théorie budgétaire des prix suggère que le niveau de prix n'est pas déterminé par la quantité de monnaie en circulation lorsque la contrainte budgétaire inter-temporelle du gouvernement n'est pas satisfaite. Dans ces conditions, la dynamique de la dette publique est prépondérante et le prix s'ajuste pour satisfaire la contrainte. La capacité de la banque centrale à contrôler le prix dépend donc de la soutenabilité de la dette conformément à l'arithmétique déplaisante de Sargent et Wallace [1984]. Dans le cadre de la théorie budgétaire des prix, il y aurait deux régimes de détermination des prix : un régime de dominance monétaire et un régime de dominance budgétaire. Inversement, une politique monétaire plus restrictive peut dégrader la soutenabilité de la dette – *via* son effet sur la charge d'intérêt – et forcer le gouvernement à mener une politique budgétaire plus restrictive.

Ces interactions illustrent le risque de conflit d'objectifs entre les autorités chargées de la mise en œuvre de la politique économique. Si le principe d'indépendance n'est pas remis en cause, il ressort cependant que les conditions sous lesquelles ce choix de gouvernance est pertinent sont restrictives.

Un mandat restreint pour les banques centrales

Le débat autour de la courbe de Phillips et de l'incohérence temporelle suggère qu'il est optimal que la stabilité des prix soit le principal objectif des banques centrales. L'absence de prise en compte de la stabilité financière est le corolaire de cette solution. L'action des banques centrales consiste à fixer le taux d'intérêt – de court terme – permettant d'atteindre l'objectif final. Les questions de stabilité financière sont écartées car les marchés sont supposés efficaces et les défaillances individuelles

des banques sont prises en charge par la surveillance micro-prudentielle. En matière de stabilité financière, le rôle des banques centrales est limité à la prévention des crises de liquidité par le biais des opérations de prêteur en dernier ressort. Il y a bien un débat qui oppose les tenants d'un modèle qualifié d'intégré – lorsque la surveillance bancaire est confiée à la banque centrale – et ceux privilégiant un modèle dit séparé lorsqu'une autre institution remplit cette mission⁹. Mais, du point de vue de la conduite de politique monétaire, la banque centrale doit uniquement se focaliser sur la stabilité des prix. Il s'agirait même, selon Schwartz [1995], de la meilleure contribution de la politique monétaire à la stabilité financière. Cette stratégie¹⁰ trouve une justification dans Bernanke et Gertler [2001] qui montrent qu'il n'est optimal de réagir aux prix d'actifs que dans la mesure où ils révèlent une information sur l'inflation future ou lorsque la bulle éclate et provoque un ralentissement de l'activité. Cette position dite « *cleaning up (the bust) afterwards* » s'oppose ainsi à une stratégie de « *leaning against the wind* » défendue notamment par Cecchetti *et al.* [2000] et Borio et White [2004].

La justification de l'indépendance des banques centrales s'appuie donc sur la primauté de l'objectif de stabilité des prix. Les banques centrales ne devraient pas tenir compte de la stabilité financière pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Toutefois, même lorsqu'elle est en charge de la surveillance bancaire, les décisions de recapitalisation, qui peuvent avoir un coût pour le contribuable, devraient être prises par le gouvernement.

Les banques centrales après la crise : nouveaux mandats, nouveaux outils

La stabilité financière est absente du cadre théorique dans lequel le modèle d'optimalité de banque centrale indépendante et conservatrice a été développé. La sphère financière n'est pas

intégrée dans les travaux qui mettent en avant l'incohérence temporelle des politiques économiques. Le statut des banques centrales est théorisé uniquement à l'aune de l'arbitrage entre inflation et chômage, écartant de fait tout rôle de la politique monétaire en matière de stabilité financière. La crise financière a montré les limites de cette position et relancé le débat sur le rôle des banques centrales et de la politique monétaire à l'égard de l'instabilité financière. Par ailleurs, la dynamique de la dette publique et les programmes d'achat de titre ont rendu la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire plus floue. Ces deux éléments conduisent à relancer la question de l'indépendance des banques centrales. S'il n'y a pas encore de consensus sur les objectifs de la politique monétaire et sur les contours précis du nouveau modèle de banque centrale, il reste qu'elles se sont vu assigner de nouvelles prérogatives élargissant leur responsabilité à la stabilité financière¹¹ et qu'elles ont adopté de nouvelles mesures quasi budgétaires. Enfin, le débat sur les effets redistributifs des différents outils de la politique monétaire conduit également à s'interroger sur l'indépendance des banques centrales.

Le rôle de la stabilité financière

La crise financière questionne sur le rôle des banques centrales et les interactions entre la politique monétaire et les politiques prudentielles. Si l'importance de la stabilité des prix n'est pas remise en cause, elle ne semble pas suffisante pour garantir la stabilité financière et la stabilité macroéconomique (White [2006]). L'implication des banques centrales pourrait porter sur quatre dimensions de la stabilité financière : la gestion de la liquidité, la surveillance des établissements de crédit dans le cadre de la politique micro-prudentielle, la définition et la mise en œuvre d'une politique macro-prudentielle et la prise en compte d'un objectif de stabilité financière dans la conduite de la politique monétaire.

En pratique, la crise a entraîné un élargissement significatif des prérogatives des banques centrales. Balls *et al.* [2016]

décrivent les compétences des banques centrales en matière de stabilité financière ainsi que les changements opérés pendant la crise¹². Il en ressort une grande hétérogénéité du champ de compétence, des objectifs précisément assignés et du degré de coordination avec les autres acteurs qui peuvent être en charge de la stabilité financière. Le Royaume-Uni est ainsi passé d'un modèle où la politique monétaire et la régulation prudentielle étaient confiées à des entités distinctes à un modèle dit intégré. C'est désormais la Banque d'Angleterre (BoE) qui concentre l'ensemble des prérogatives en matière de stabilité financière. Elle définit les outils macro-prudentiels – coussin de sécurité, exigences de fonds propres spécifiques ou ratio de prêt sur montant du bien (LTV pour « loan-to-value ») – pour le système bancaire. Au sein de la BoE, cette fonction est assurée par le Comité de politique financière (FPC) distinct du MPC (Comité de politique monétaire). Comme pour le MPC, la composition du FPC inclut des membres de la BoE mais également des membres extérieurs. De plus, la responsabilité de la surveillance des institutions de dépôts a été transférée de la FSA (Autorité de supervision financière) à la Banque d'Angleterre. Inversement, les compétences de la Banque du Japon n'ont pas été modifiées pendant la crise ; le recours aux outils macro-prudentiels est limité et la surveillance des institutions financières est la compétence d'une agence indépendante de la banque centrale. L'architecture institutionnelle est plus complexe aux États-Unis et dans la zone euro mais, dans les deux cas, les compétences en matière de surveillance bancaire de la Réserve fédérale et de la BCE sont augmentées dans le cadre du Dodd Frank Act et de l'Union bancaire européenne. Sur les outils macro-prudentiels, la Réserve fédérale peut décider de coussins de sécurité contracyclique tandis que la BCE peut imposer aux établissements de crédit des mesures macro-prudentielles allant au-delà des exigences nationales. Pour autant, dans la zone euro, l'essentiel des normes macro-prudentielles reste une compétence nationale. En France, elle est par exemple assurée par le Haut conseil de stabilité financière (HCSF), présidé par le ministre de l'économie et des finances et au sein duquel siège le gouverneur de la

Banque de France qui est également le président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

La mise en place des outils macro-prudentiels est relativement récente ce qui ne permet pas d'avoir un recul sur leur efficacité et leur interaction avec l'instrument de politique monétaire. Beau, Clerc et Mojon [2014] identifient les différentes situations pour lesquelles il peut y avoir soit des conflits, soit des complémentarités entre la politique monétaire et la politique macro-prudentielle. Comme pour les interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire, la solution non coopérative peut être optimale. Ce résultat rejoint celui de Cechetti et Li [2008] qui montrent que la politique monétaire peut neutraliser les effets procycliques des normes de capital imposées aux banques. Pour la politique macro-prudentielle, Beau *et al.* [2014] suggèrent néanmoins un échange d'informations entre les autorités en charge de la politique monétaire et de la politique macro-prudentielle.

Quand bien même les outils micro et macro-prudentiels seraient efficaces pour renforcer la stabilité financière et réduire le risque systémique, encore faut-il que ces instruments soient suffisants. Si ce n'est pas le cas, il pourrait alors être opportun que la politique monétaire tienne compte d'un objectif de stabilité financière, en adoptant une stratégie de type « *leaning against the wind* », selon laquelle la politique monétaire doit être ajustée *ex ante* pour limiter les risques d'instabilité financière et notamment de bulle. Il n'est pas encore clairement établi que le bénéfice net de cette stratégie soit positif¹³. En pratique, les banques centrales ne se sont pas clairement orientées vers ce type de stratégie. Il n'en demeure pas moins que les travaux récents sur les effets de la politique monétaire suggèrent un effet *via* la prise de risque des agents du système financier. La politique monétaire peut être source d'instabilité financière lorsque l'augmentation du risque – de portefeuille ou de crédit – se transforme en risque excessif. La littérature sur le canal de la prise de risque suggère donc que la stabilité des prix n'est pas une condition suffisante pour garantir la stabilité financière,¹⁴ ce qui peut constituer un argument

supplémentaire pour intégrer la stabilité financière au rang des objectifs de la politique monétaire.

La crise a aussi montré les limites du principe de séparation (Bordes et Clerc [2012]) puisque les mesures prises pendant la crise ont permis à la fois d'assouplir l'orientation de la politique monétaire et d'apporter des liquidités au travers de différentes opérations incluant les apports standard de refinancement – MRO ou LTRO dans la zone euro – ou les achats de titres. L'instabilité financière devient également source d'instabilité macroéconomique et inversement. Dans ces situations de crise aiguë de liquidité, il n'est pas possible de séparer la finalité des instruments utilisés par les banques centrales : la politique de taux de court terme pour l'objectif final de stabilité des prix et les opérations de refinancement pour garantir la liquidité du marché interbancaire. La politique de taux envoie effectivement un signal sur l'orientation de la politique monétaire et contribue à la stabilisation financière *via* les effets d'une politique monétaire expansionniste sur l'activité. Parallèlement, les apports de liquidité en période de crise sont indispensables à la stabilité de l'ensemble du système financier et donc à la stabilité macroéconomique.

Il apparaît donc clairement que les missions des banques centrales ont été élargies et qu'elles jouent un rôle croissant dans la mise en œuvre des politiques prudentielles ce qui soulève la question de l'indépendance pour chacune des missions accomplies. En outre, le débat sur la prise en compte de la stabilité financière dans la mise en œuvre de la politique monétaire témoigne d'une forte interaction entre les objectifs de la politique monétaire et ceux de la politique prudentielle.

Des liens plus étroits entre les politiques monétaire et budgétaire

L'ampleur et la nature de la crise ont mis en avant les limites du cadre opérationnel standard utilisé jusqu'ici par les banques centrales, les poussant à adopter des mesures qualifiées de non

conventionnelles. Ainsi, les mesures dites d'assouplissement du crédit modifient la composition des actifs du bilan de la banque centrale permettant de cibler les conditions de financement sur un segment de marché particulier¹⁵. Goodfriend [2011] considère que ce type d'opération organise un transfert budgétaire implicite puisqu'elle revient, à taille du bilan constante, à financer des achats d'actifs par une émission de dette publique¹⁶. Par ailleurs, la doctrine du prêteur en dernier ressort prévoit que les banques centrales prêtent aux établissements de crédit en situation d'illiquidité mais qu'elles ne doivent pas intervenir lorsque la banque est insolvable. Dans la mesure où la résolution de la crise d'insolvabilité suppose une répartition des coûts de la crise entre actionnaires, créanciers et contribuables, la décision doit être prise par une autorité qui en assume la responsabilité devant les contribuables. C'est donc une décision budgétaire. Pendant la crise, la Réserve fédérale est, par exemple, intervenue dans le sauvetage de la banque Bear Sterns mais a laissé Lehman Brothers faire faillite. Notons que dans ces deux cas, des discussions préalables ont été organisées avec le Trésor et la SEC (Securities and Exchange Commission), ce qui pose la question de l'indépendance de la banque centrale.

Bien qu'elles soient indépendantes, les banques centrales sont des institutions dont le capital est généralement détenu par l'État. La Banca d'Italia fait exception puisque son capital est détenu par des banques et des compagnies d'assurance. De même, 45 % du capital de la Banque du Japon sont détenus par des actionnaires privés. La situation de la Réserve fédérale est relativement complexe puisque le système de Réserve fédérale n'est la propriété de personne. Le Board est une agence fédérale qui n'est pas financée par le congrès et le capital des douze banques régionales est détenu par les banques de leur district. Pour autant, les profits nets du système de réserve fédérale sont reversés au Trésor américain. Dans le cas de la BCE, l'actionariat principalement public est indirect puisque son capital est détenu par les banques centrales nationales. Ce mode de gouvernance a pour conséquence que les profits sont reversés aux États et donc que les éventuelles pertes sont également « prises

en charge » par les États, qui ont la possibilité de les recapitaliser. Les banques centrales peuvent cependant poursuivre leur activité même lorsque leur capital est négatif. Elles ne peuvent pas se retrouver en cessation de paiement tant qu'elles ont le monopole d'émission de la monnaie ayant un caractère libératoire et qu'elles émettent des réserves détenues par les banques commerciales¹⁷.

Dans ces conditions, les risques liés à la valorisation des actifs détenus au bilan des banques centrales sont, *in fine*, portés par les États souverains. Dans le cas des opérations normales de politique monétaire, le risque des banques centrales est minimisé. La Réserve fédérale, avant la crise, pratiquait une politique dite de « Treasuries only », ce qui se traduisait par une forte majorité (plus de 85 %) de bons du Trésor dans son bilan. Cette proportion est tombée à moins de 55 % fin 2016, sachant en outre que la maturité des titres du Trésor a été fortement modifiée avec une part plus élevée de titres de maturité plus longue : obligations du Trésor et titres émis par le secteur privé. La part de MBS atteignait 40 % du bilan. La réduction de la taille du bilan a été amorcée en octobre 2017 sans que l'on sache précisément si la composition du bilan reviendra vers celle qui prévalait avant la crise. Fin 2016, la détention par la BCE de titres émis par des résidents de la zone euro s'élevait à 80 milliards d'euros sur un bilan de 1 150 milliards. Les prêts aux établissements de crédit de la zone euro représentaient le poste le plus important – pour environ 450 milliards d'euros – du bilan. Ces prêts étaient garantis par des collatéraux afin de minimiser le risque de portefeuille de la BCE. Fin 2017, la part des titres émis par des résidents approchait 60 %. La nature du risque pris par les banques centrales a donc évolué et elles sont bien plus exposées qu'avant la crise à l'évolution de la valorisation de leurs actifs et au risque de défaut sur certains de ces actifs. Ces changements ont été décidés de façon indépendante par les banques centrales mais ils pourraient affaiblir leur situation financière, modifier le risque porté par les actionnaires publics¹⁸ et donc fragiliser leur indépendance. Les contribuables pourraient contester des mesures prises par une institution indépendante et qui engagent leurs impôts futurs.

La mise en œuvre des programmes d'achat de titres a renforcé les conséquences budgétaires de la politique monétaire (Orphanides [2018]) puisqu'elle modifie les conditions de soutenabilité de la dette dans la mesure où les banques centrales détiennent une part substantielle de la dette des États. L'effet des politiques de bilan sur une partie plus importante de la courbe des taux influence la charge d'intérêt et les opérations de gestion de la dette généralement conduites par le Trésor ou une agence dédiée. Les objectifs de ces deux institutions sont différents puisque la banque centrale a un objectif de stabilité des prix tandis que l'agence de gestion de la dette cherche à minimiser le coût du service de la dette (Blommestein et Turner [2012]). L'effet de la mise en œuvre de programmes d'achat d'actifs sur les taux longs peut être atténué ou contrecarré si le Trésor cherche à tirer profit de la baisse des taux *via* des émissions supplémentaires sur les maturités ciblées par les opérations de politique monétaire. Inversement, la réduction de la taille du bilan des banques centrales réduira la demande de titres souverains, ce qui devrait, toutes choses égales par ailleurs, provoquer une hausse des taux longs et peser sur le coût de financement de la dette. L'intervention de la BCE dans le cadre du SMP (Securities market programme) a de fait et par nécessité introduit une forme d'hétérogénéité dans la mise en œuvre de la politique monétaire unique afin de corriger les distorsions existant au sein de l'Union monétaire où il n'existe pas un marché unique et intégré de titres souverains et où aucun mécanisme de gestion de crise de la dette souveraine n'avait été envisagé. Ce type de distorsion est normalement moindre pour le PSPP (Public sector purchase programme) puisque l'éligibilité des titres souverains acquis suit une clé de répartition fonction de la part de chaque pays dans le capital de la BCE. Les titres publics grecs étaient cependant exclus du programme en raison d'une limite introduite par la BCE portant sur la part maximale de titres d'un même émetteur pouvant être détenue par l'Eurosystème. Par ailleurs, alors que le principe de partage de risque prévalait pour le SMP, ce n'est pas le cas pour le PSPP sur la fraction de titres acquis par les banques centrales nationales, qui en assument totalement le risque.

Politique monétaire et inégalités

L'indépendance des banques centrales est conditionnelle au fait que la politique monétaire n'entrave pas les choix redistributifs des gouvernements. Ainsi, la banque centrale est perçue comme une institution dépolitisée dont les décisions ne sont pas prises afin de favoriser un secteur ou une catégorie d'agents au détriment d'autres. La littérature récente met cependant en avant de nombreux canaux par lesquels l'action des banques centrales aurait des effets redistributifs¹⁹. Comme la politique monétaire agit sur le niveau des prix d'actifs, sur les flux de revenu (profits et salaires) ainsi que sur la situation macroéconomique (emploi et prix), elle peut influencer à la fois les inégalités de richesse et les inégalités de revenu. Un durcissement de la politique monétaire – conventionnelle comme non conventionnelle – peut avoir de multiples effets selon que l'on considère les actifs ou les inactifs, selon que les agents sont créanciers nets ou débiteurs nets, selon la nature du patrimoine des individus, selon que leurs revenus proviennent principalement du travail ou du capital. L'enjeu est alors de savoir si ces effets sont globalement significatifs selon l'indicateur d'inégalités considéré et une fois que l'on a tenu compte des différents canaux de transmission. La situation en termes d'emploi et d'inflation a nécessairement une incidence macroéconomique, mais si l'équilibre macroéconomique dépend non seulement de la politique monétaire mais aussi de la politique budgétaire, il est difficile d'isoler la contribution des banques centrales.

Ces développements illustrent la forte transformation du modèle des banques centrales qui résulte plus de la pratique et de l'adaptation aux circonstances de la crise que de l'élaboration d'un nouveau paradigme théorique. Cette évolution s'est effectuée sans modification de leurs statuts. Elle suggère cependant que les conditions de l'indépendance, telle qu'elle s'est imposée dans les années 1990, ne sont plus réunies, si tant est qu'elles l'aient déjà été. Les nouvelles prérogatives des banques centrales en matière de stabilité financière et les nouveaux outils macro-

prudentiels ou non conventionnels à leur disposition exigent un débat sur l'articulation entre leur capacité à prendre des décisions indépendamment de contraintes politiques et la nécessité du contrôle démocratique d'une institution publique.

Les banques centrales après la crise : nouveaux statuts ?

L'histoire des banques centrales rappelle que leur gouvernance et leur indépendance ont évolué en fonction de circonstances économiques, politiques et historiques et que le degré d'indépendance ne se réduit pas à un choix binaire opposant les banques centrales totalement indépendantes à celles entièrement contrôlées par le gouvernement (Goodhart et Lastra [2018]). Il s'agit plutôt d'un *continuum* qui résume l'arbitrage entre la capacité à prendre des décisions qui ne sont pas dictées par des intérêts politiques et le contrôle qui s'exerce sur ces institutions publiques, qu'il soit *ex ante* (*via* les procédures de nomination des responsables) ou *ex post* (*via* la transparence et les contrôles).

Le débat sur la gouvernance des banques centrales doit aujourd'hui être éclairé à l'aune de deux dimensions, l'une liée à l'évolution du mandat et l'autre aux interactions avec les autres outils de politique économique. Nous discutons la gouvernance des banques centrales selon deux modèles. Le premier préconise un retour vers la situation qui a émergé dans les années 1990, où la banque centrale est principalement en charge de la politique monétaire dont l'objectif se réduit à la stabilité des prix. L'autre modèle considère que le mandat des banques centrales a évolué. La stabilité des prix et l'objectif de croissance – dans le cas du double mandat tel que celui de la Réserve fédérale – restent au centre des objectifs de politique monétaire mais la stabilité financière joue un rôle accru.

Retour vers un mandat restreint ?

Goodfriend [2011], Buitier [2014] ou Orphanides [2016] préconisent de limiter les prérogatives des banques centrales. Ils prônent le retour au modèle prévalant avant la crise dans lequel les banques centrales se focalisent principalement sur la mise en œuvre de la politique monétaire dont le mandat peut être restreint à la stabilité des prix ou élargi à la stabilisation de l'activité. La capacité des banques centrales à émettre de la liquidité leur permet d'intervenir en tant que prêteur en dernier ressort, ce qui serait leur unique rôle en matière de stabilité financière. Les frontières entre ce qui relève de la politique monétaire et ce qui relève d'autres politiques – budgétaire ou stabilité financière – devraient être clairement délimitées. La banque centrale ne serait pas autorisée à prendre des mesures ayant une incidence budgétaire ou uniquement avec l'accord du gouvernement (Goodfriend [2011]). Le recours à des mesures non conventionnelles resterait exceptionnel et conditionnel à la garantie du gouvernement ou pour la zone euro à une garantie jointe des États (Buitier [2014]). Le risque pris par les banques centrales devrait être minimisé.

Selon ses partisans, cette position n'a pas pour finalité de soustraire la politique monétaire au choix démocratique mais de faire en sorte que toutes les décisions ayant une incidence sur les ressources budgétaires soient prises par des personnalités politiques qui en assument la responsabilité. Puisque les membres de la banque centrale ne sont pas élus, ils ne peuvent endosser cette responsabilité. La délégation de la politique monétaire à une autorité indépendante répond à un souci d'efficacité dans le sens où elle permet d'atténuer le problème d'incohérence temporelle. Elle se justifierait également par le degré de technicité de la mise en œuvre de la politique monétaire qui plaiderait pour la délégation à un comité ayant une expertise sur ces questions. Selon une approche de type principal/agent, le principal – une représentation démocratique telle que le parlement, le gouvernement ou un traité comme dans le cas de la BCE – définit les compétences qui sont transférées

à l'agent, ici la banque centrale qui peut disposer des instruments nécessaires à la réalisation des objectifs.

La relation suppose que le principal est en mesure de vérifier que l'agent poursuit un objectif conforme à celui qui lui a été assigné. Aux États-Unis, le pouvoir est dans les mains du Congrès qui peut modifier le mandat de la Réserve fédérale mais il n'est pas explicitement prévu qu'elle puisse être sanctionnée lorsque les objectifs ne sont pas atteints. Au Royaume-Uni, la cible d'inflation est définie par le gouvernement et le gouverneur de la BoE doit adresser une lettre au chancelier de l'échiquier dès lors que l'inflation s'écarte de la cible de plus d'un point afin d'expliquer les raisons de cet écart. En Nouvelle-Zélande, le gouvernement fixe également la cible d'inflation, qui peut être revue pendant le mandat du gouverneur. Celui-ci peut être démis de ses fonctions s'il ne parvient pas à respecter son objectif. À l'opposé, le contrôle démocratique de la BCE est très limité. Lorsqu'il était président de la BCE, Jean-Claude Trichet a souvent défendu l'argument que la BCE s'en tenait à promouvoir la stabilité des prix pour les citoyens de la zone euro. En l'absence d'autorité budgétaire ou de parlement de la zone euro, la légitimité de la BCE émanerait uniquement de la confiance que lui font les citoyens. De même, Blinder [1996] définit la Réserve fédérale comme une institution publique servant les intérêts de la nation. Aux États-Unis, le contrôle est exercé par le Congrès, représentant le peuple américain, qui a le pouvoir de modifier le mandat. Randall Wray [2014] cite Ben Bernanke déclarant « nous ferons tout ce que le Congrès nous dit de faire ». Si le Congrès n'est pas satisfait des actions de la Réserve fédérale, il a la capacité de la contraindre à agir autrement. Dans le cas de la zone euro, les citoyens ne disposent pas des moyens permettant de sanctionner la BCE et le contrôle démocratique par les institutions représentatives est quasi inexistant. Le rôle du parlement européen est limité à une audition trimestrielle sans enjeu du président de la BCE.

Les banques centrales doivent rendre compte des décisions qu'elles prennent, ce qui exige de la transparence et la capa-

citée d'adopter des sanctions lorsque les réalisations s'éloignent des objectifs. Il peut ici y avoir des tensions entre la capacité de sanction et le principe selon lequel les membres des banques centrales sont généralement non révocables. Il faudrait alors distinguer la révocation pour raisons politiques de celle qui peut être justifiée lorsque l'objectif n'a pas été atteint.

Par conséquent, même si le mandat de la BCE n'évolue pas, il serait nécessaire de renforcer sa responsabilité en identifiant une institution en charge de son contrôle. Buitier [2014] suggère que les membres du conseil des gouverneurs de la BCE, y compris les gouverneurs des banques centrales nationales, puissent être révoqués par le parlement européen à une majorité qualifiée. Le cas européen soulève cependant des difficultés supplémentaires puisque la BCE définit la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro alors que des élus d'États non membres de la zone euro siègent au parlement européen. Actuellement, l'objectif de stabilité des prix n'est pas quantifié dans le traité mais par la BCE. Nous pourrions envisager qu'à l'instar de la BoE ou de la Banque centrale néo-zélandaise, la cible soit définie par le conseil Ecofin ou la Commission européenne, puisqu'il n'existe pas de ministre de l'économie de la zone euro. Par ailleurs, la possibilité de révoquer un membre de la BCE est limitée au cas d'empêchement. Toute disposition visant à renforcer le pouvoir coercitif du parlement ne pourrait se faire qu'en modifiant le traité, ce qui est une option difficilement envisageable. On peut cependant imaginer qu'une quantification des objectifs se fasse sans modification des traités puisqu'il s'agirait alors simplement de préciser les objectifs.

Dans ce modèle de banque centrale, les besoins de coordination entre elle et les autres institutions en charge de la régulation financière et de la politique budgétaire resteraient limités. Buitier [2004] ou Balls *et al.* [2016] envisagent cependant deux cas où une coordination plus étroite entre politique monétaire et politique budgétaire devrait être mise en place : en cas de crise financière systémique où la distinction entre problème de liquidité et de solvabilité est ténue et

lorsqu'il y a un risque de déflation. La crise de 2007 englobe ces deux configurations. Dans certains pays, il y a d'ailleurs bien eu une coordination *de facto* entre la banque centrale et le gouvernement. Il pourrait être cependant utile de formaliser plus précisément les conditions définissant un régime de crise systémique et de risque déflationniste. Par ailleurs, se pose la question de savoir si cette coordination se fait uniquement à l'initiative de la banque centrale.

Quelle gouvernance pour une banque centrale au mandat élargi ?

La perspective d'un retour à un mandat restreint semble peu réaliste aujourd'hui car elle est contradictoire avec l'évolution récente des banques centrales. Dans ce cadre, la gouvernance des banques centrales doit tenir compte des instruments qui leur sont assignés et des interactions entre la politique monétaire, la politique de régulation financière – décidée par la banque centrale ou une autre institution – et la politique budgétaire.

De par les enjeux fiscaux et redistributifs liés aux questions de stabilité financière, il est moins légitime que l'institution en charge de définir et mettre en œuvre la régulation financière – micro et macro-prudentielle – soit totalement indépendante du gouvernement. Qu'en est-il lorsque ces fonctions sont assumées par la même institution que celle qui est en charge de la politique monétaire ? Le degré d'indépendance peut-il être différent selon les missions accomplies : élevé pour la politique monétaire mais faible pour les missions liées à la stabilité financière. Cette ambiguïté risquerait de nuire à la crédibilité de la politique monétaire.

Une possibilité pourrait être que les banques centrales soient uniquement en charge de la surveillance bancaire et fassent des propositions sur les outils prudentiels adéquats. Les décisions portant sur la mise en place de normes macro-prudentielles ou la mise en œuvre de programmes de résolution relèveraient du gouvernement. Les exemples français (ou américain) et britannique

illustrent un arbitrage possible entre indépendance et responsabilité. En France et aux États-Unis, la décision conserve une dimension politique puisque, même si le président de la banque centrale joue un rôle important en tant que force de proposition au sein du le HCSF et le FSOC (Financial Stability Oversight Committee), ces institutions sont présidées respectivement par le ministre de l'économie et des finances et le secrétaire d'État au Trésor. Au Royaume-Uni, le pouvoir est délégué au FPC (Financial Policy Committee) au sein duquel le Trésor est représenté mais ne dispose pas de droit de vote. On peut considérer que les Britanniques ont privilégié l'indépendance de la banque centrale, laissant la possibilité à des personnalités non élues et non responsables devant le parlement de prendre des décisions qui pourraient avoir des conséquences redistributives. Que les outils prudentiels soient confiés à la banque centrale ou à une autre institution, il est nécessaire qu'un contrôle démocratique s'exerce sur ces choix qui ont une incidence macroéconomique ainsi que sur la stabilité du système financier.

Même si les banques centrales ne se voient pas dotées de nouvelles compétences, elles pourraient modifier leur stratégie de politique monétaire et adopter une politique de « *leaning against the wind* » afin d'agir sur la stabilité financière. Dans ce cas, un même instrument serait utilisé pour atteindre deux objectifs. Notons cependant que les politiques prudentielles ne seraient pas pour autant abandonnées. Le principe de Tinbergen selon lequel il faut disposer d'autant d'instruments que d'objectifs ne serait pas enfreint mais ces instruments pourraient être mobilisés pour atteindre plusieurs objectifs. Ils ne seraient pas affectés aux objectifs pour lesquels ils sont supposés être les plus performants. Cette configuration pourrait être pertinente à condition que les objectifs de stabilité financière et de stabilité macroéconomique ne puissent être dissociés et que politique monétaire et politique macro-prudentielle soient parfaitement substituables²⁰. Dès lors que l'instrument de politique monétaire est affecté à deux objectifs dont un – la stabilité financière – est difficilement quantifiable, la responsabilité de l'institution devient plus difficile à établir. Dans le cas d'une stratégie

de ciblage d'inflation, les banques centrales peuvent être jugées au regard de leur capacité à atteindre la cible, ce qui facilite le contrôle. Il est, en revanche, plus délicat de définir précisément l'objectif de stabilité financière et donc de vérifier dans quelle mesure celui-ci est atteint par la banque centrale. Par conséquent, si les banques centrales devaient adopter une stratégie de « *leaning against the wind* », ce choix devrait être transparent et rendu explicite afin qu'il puisse être débattu et éventuellement remis en cause par une instance représentative.

L'existence d'interactions multiples, entre non seulement la politique monétaire et la politique budgétaire mais aussi entre la politique monétaire et les politiques de régulation prudentielle, pourrait justifier une plus forte coordination des instruments et donc des institutions qui mettent en œuvre ces politiques. Comme nous l'indiquions précédemment, la littérature sur les interactions suggère que l'équilibre coopératif n'est pas supérieur lorsque les institutions partagent les mêmes préférences. Ces conditions sont probablement plus difficilement réunies dès lors qu'il y a des interactions entre trois institutions ce qui peut alors justifier une coordination plus importante. Actuellement, cette coordination est parfois mise en œuvre mais sur une base informelle et uniquement en période de crise entre l'autorité monétaire et l'autorité budgétaire. Il est au contraire préférable de formaliser et pérenniser les espaces de coordination des politiques économiques.

Plutôt que de centraliser la mise en œuvre de l'ensemble de ces outils au sein d'une institution unique, nous suggérons de maintenir la délégation de la politique monétaire et de la politique prudentielle à des comités interdépendants. Ces comités pourraient être maintenus au sein de la banque centrale, comme c'est le cas au Royaume-Uni, ou confiés à deux institutions différentes. L'essentiel serait d'ajuster la composition de ces comités afin de favoriser l'internalisation des externalités des différentes politiques. Ainsi, les comités devraient intégrer les différentes parties prenantes à la réalisation de l'objectif final. À partir du moment où il existe des interactions fortes entre politique monétaire et régulation prudentielle afin d'atteindre

l'objectif de stabilité financière, il peut sembler pertinent que des membres du conseil de politique monétaire, présidé par le gouverneur de la banque centrale, siègent au conseil de stabilité financière, présidé par un représentant du gouvernement. Inversement, des membres du conseil de stabilité financière seraient amenés à participer aux réunions du conseil de politique monétaire dans la mesure où il existe des interactions entre les instruments monétaire et budgétaire pour la réalisation de l'objectif de stabilité macroéconomique. Cette logique devrait également être étendue afin qu'un membre du gouvernement ou un représentant siège au conseil de politique monétaire. Notons que c'est le cas pour la banque centrale australienne où le secrétaire du Trésor participe aux réunions du comité de politique monétaire et dispose d'un droit de vote. Au Canada, un membre du gouvernement siège également au Board. Dans la zone euro, le président du Conseil et un représentant de la Commission européenne peuvent aussi assister aux réunions mais uniquement en tant qu'observateurs. Leur présence devrait être systématique et leur avis sollicité. Ces différents comités seraient responsables devant des instances représentatives comme le gouvernement l'est devant le parlement. S'il reste peu pertinent et efficace de soumettre chaque décision de politique monétaire ou de politique prudentielle à un vote du parlement, une discussion à intervalles réguliers de l'orientation de ces politiques avec la possibilité pour le parlement d'influencer les choix stratégiques permettrait de maintenir la souplesse nécessaire à l'action des banques centrales tout en garantissant un contrôle démocratique élevé.

La présence d'un membre du gouvernement permet ainsi un dialogue sur le policy-mix et d'intégrer les externalités. L'équilibre des pouvoirs au sein de ces différents comités pourrait varier selon le degré d'interactions et d'indépendance souhaité. L'objectif de cette coordination n'est pas de subordonner chaque décision de politique monétaire à la position du gouvernement mais bien de mettre en place des institutions dont les décisions tiennent compte des multiples interactions existantes entre les politiques et les instruments. La banque

centrale resterait indépendante en tant que telle puisque la mise en œuvre de la politique monétaire serait décidée par ce conseil de politique monétaire. Dans le cas de la BCE, en l'absence de gouvernement centralisé, la coordination serait nécessairement moindre. La présence du président du Conseil et d'un représentant de la Commission européenne permettrait dans l'état actuel de la gouvernance d'organiser une forme de coordination *a minima*.

Dans cette logique, l'avis du gouverneur de la banque centrale pourrait aussi être sollicité à propos de l'orientation de la politique budgétaire. Il ne pourrait toutefois émettre un avis que sur le caractère expansionniste ou restrictif de la politique budgétaire, et non sur les choix de répartition des dépenses ou des recettes. De fait, ces interactions existent déjà de façon informelle par les prises de position publiques des gouverneurs. Il s'agirait donc surtout de formaliser les échanges entre les décideurs de la politique économique. La coordination pourrait également être renforcée par une communication commune sur l'orientation future de la politique monétaire et de la politique budgétaire. Par ailleurs, dans la mesure où les banques centrales détiennent une part significative de la dette publique, il serait également opportun que l'agence de placement de la dette et la banque centrale coordonnent leurs actions.

Ces coopérations ne sont pas justifiées uniquement dans des circonstances particulières, dont les critères ne pourraient être précisément établis, mais seraient organisées sur une base permanente, ce qui réduirait de fait le degré d'indépendance des banques centrales.

Indépendance *de jure* – indépendance *de facto*

Bien que l'indépendance soit en principe déterminée par le statut des banques centrales – indicateurs dits *de jure* – la pratique peut largement différer. L'indépendance des banques centrales renvoie principalement à la question de l'influence que peuvent exercer les gouvernements sur l'orientation de la politique

monétaire. Comme le rappelle Meltzer [2013], le degré d'indépendance de la Réserve fédérale a fluctué selon les circonstances économiques – les liens étant par exemple renforcés en temps de guerre – mais aussi selon la personnalité des gouverneurs en place. Si la question des statuts est importante pour définir les missions, les pouvoirs et les contrôles qui s'exercent sur la Réserve fédérale, l'histoire montre qu'il peut y avoir un écart entre l'indépendance *de jure* et l'indépendance *de facto*. Sur ce point, il faut noter que contrairement à l'hypothèse de la théorie du cycle politique, cette influence n'a pas toujours pour finalité de peser sur l'orientation de la politique monétaire.

Dans le cas de la BCE, certains choix peuvent être motivés par des considérations nationales afin de maintenir un certain équilibre au sein du Conseil des gouverneurs. Des pressions politiques ont été exercées afin de contraindre Lorenzo Bini Smaghi, alors membre du directoire, à la démission pour la seule raison qu'il était italien et que son maintien dans le Conseil des gouverneurs aurait conduit trois Italiens à siéger au sein de la principale instance décisionnaire de la BCE. Ces décisions posent la question des motivations qui guident les nominations des membres du Conseil des gouverneurs et renvoient au débat sur la façon dont les gouverneurs nationaux font leur choix sur l'orientation de la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro. Votent-ils en fonction de la situation de l'union monétaire ou avec un biais national²¹ ? Il y a ici une dimension spécifique à la BCE et à la nature de la zone euro qui n'est pas un État fédéral mais reste une union monétaire composée d'États-nations.

Par ailleurs, les nombreuses interactions moins formelles entre les banques centrales et les gouvernements peuvent être un moyen pour les gouvernements d'influencer les banquiers centraux. L'influence est cependant mutuelle. Il est d'ailleurs fréquent que les membres des banques centrales commentent l'orientation de la politique budgétaire ou suggèrent la mise en œuvre de réformes structurelles. Les conférences de presse de la BCE incluent quasi systématiquement un volet consacré aux politiques budgétaires et aux réformes structurelles. Buiter

[2014] y voit une forme d'ingérence de la part de personnalités non élues et une politisation de l'action des banques centrales. Certaines situations récentes illustrent plus encore cette politisation des banques centrales. Ainsi, la BCE est intervenue directement pour tenter d'influencer la politique budgétaire des pays de la zone euro²². Lors de la crise grecque, la BCE était impliquée dans le suivi du programme d'assistance financière octroyée au gouvernement. En réduisant les conditions d'éligibilité des titres grecs ou en plafonnant les liquidités que pouvait octroyer la Banque centrale grecque aux établissements de crédit dans les cadres des opérations de liquidités d'urgence (ELA : « Emergency liquidity assistance ») à des moments clés de la crise politique en Grèce, les décisions de la BCE ont pesé sur le risque de sortie de la zone euro et donc sur la situation politique grecque. Le débat sur la conduite de la politique économique est essentiel non seulement sur le plan scientifique mais aussi sur le plan politique. Il est donc légitime que les banques centrales commentent la politique budgétaire de la même façon que les gouvernements peuvent le faire pour la politique monétaire. Ces discussions croisées reflètent encore une fois les interactions entre les instruments de politique économique. Pour autant, la gestion de ces interactions serait certainement plus efficace si l'échange pouvait avoir lieu au sein même des instances décisionnelles.

Enfin, la question de l'indépendance des banques centrales ne se pose pas uniquement vis-à-vis des gouvernements mais aussi à l'égard du système financier, notamment lorsqu'elles sont en charge de la mise en œuvre de la politique prudentielle. En France, le choix du nouveau gouverneur de la Banque de France en 2015 avait été critiqué en raison de la crainte d'un conflit d'intérêt puisque François Villeroy de Galhau avait occupé le poste de directeur général délégué d'un important groupe bancaire. Il y a dans ces conditions un risque de capture²³, puisqu'un gouverneur ayant travaillé pour le secteur bancaire pourrait être moins enclin à prendre des mesures pénalisant ce secteur industriel alors qu'il pourrait être dans l'intérêt général de le faire. Mishra et Reshef [2018]

montrent effectivement que les banquiers centraux qui ont une expérience professionnelle dans le secteur financier ont été généralement plus enclins à prendre des mesures de dérégulation financière. Des règles permettant de réduire les risques de capture de certains intérêts ou lobby devraient être mises en œuvre.

Depuis la crise financière, les prérogatives des banques centrales ont été élargies dans de nombreux pays. Elles jouent désormais un rôle important en matière de stabilité financière, en ayant la responsabilité de la mise en œuvre des politiques micro-prudentielle et macro-prudentielle. Cette évolution reflète l'importance croissante donnée à l'objectif de stabilité financière. Par ailleurs, la contrainte de taux a conduit les banques centrales à modifier le cadre opérationnel de la politique monétaire *via* le recours à des mesures qualifiées de non conventionnelles et par lesquelles elles modifient la taille et la composition de leur bilan pour atteindre leur objectif de stabilité des prix et de croissance. Cette évolution ne s'est pas accompagnée d'une discussion sur le mode de gouvernance des banques centrales et en particulier sur leur indépendance. L'objectif de cet article était de discuter de la notion d'indépendance des banques centrales en tenant compte de l'évolution de leur modèle et des multiples interactions qui existent entre la politique monétaire, la politique budgétaire et les politiques de régulation prudentielle.

La délégation de compétences à une autorité indépendante suppose que l'institution en charge de la politique monétaire est responsable des objectifs qui lui sont assignés, c'est-à-dire qu'elle a la capacité de les atteindre et qu'elle peut justifier des moyens qu'elle met en œuvre. Cette condition n'est probablement plus vérifiée dans le nouveau modèle de banque centrale.

L'objectif de stabilité financière est difficilement mesurable ou quantifiable ce qui plaide alors pour un contrôle démocratique plus étroit des banques centrales lorsqu'elles se voient confier des instruments de régulation prudentielle dans la mesure où les outils micro et macro-prudentiels ont des incidences budgétaires évidentes et influencent la capacité de la politique monétaire à atteindre ses objectifs de stabilité macroéconomique. Enfin, le contexte macroéconomique, avec des dettes publiques plus élevées et l'émergence des politiques de bilan, accroît les interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire.

Partant de là, nous argumentons que la gouvernance des banques centrales devrait être révisée afin de renforcer leur contrôle démocratique et de créer des espaces de coordination. L'existence d'interactions invite plutôt à donner plus d'importance aux mécanismes de coordination entre les institutions en charge de la politique monétaire, de la politique budgétaire et de régulation financière. À cette fin, nous suggérons que les décisions de politique monétaire et de politique prudentielle soient confiées à des comités indépendants, dont la composition permettrait d'internaliser les externalités et de coordonner les décisions. Ces comités pourraient notamment être composés de représentants du gouvernement, ce qui pourrait entraîner une réduction du degré d'indépendance telle qu'elle est mesurée par les indicateurs usuels d'indépendance *de jure*.

L'auteur remercie Jérôme Creel, Paul Hubert, Jean-Paul Pollin ainsi qu'un référé anonyme de la RFE, pour leurs remarques et suggestions. Il reste seul responsable d'éventuelles erreurs ou omissions.

*Christophe Blot est économiste à l'OFCE et professeur associé à l'université Paris-Nanterre.
Adresse : OFCE, 10 Place de Catalogne, 75014 Paris. Tél : 01 44 18 54 21
Email : christophe.blot@sciencespo.fr*

Notes

1. Voir Goodhart [1998, 2011] ou Bordo et Siklos [2017].
2. Le statut des banques centrales a aussi connu diverses transformations puisqu'elles furent initialement souvent des banques privées, exerçant une activité commerciale (Blancheton [2016]). C'est à partir des années 1930 que nombre d'entre elles furent nationalisées et généralement placées sous l'autorité du Trésor.
3. Siklos [2008] juge cependant le terme « autonomie » plus approprié dès lors qu'il s'agit d'institutions publiques, qui ne sont en pratique jamais totalement indépendantes du gouvernement ou du parlement national.
4. Nous utilisons le terme « mission » pour désigner les fonctions assurées – les instruments contrôlés – par la banque centrale comme la mise en œuvre de la politique monétaire ou de la politique prudentielle. Le terme mandat est, lui, associé aux objectifs tels que stabilité des prix ou stabilité financière.
5. Au sens de « accountability » pour reprendre le terme anglo-saxon.
6. Pour Taugourdeau et Vincensini [2009], les statuts de la BCE et les objectifs qui lui sont assignés s'expliquent par cette littérature.
7. La critique est même renforcée dès lors que la politique monétaire est déléguée non pas à une personne mais à un comité. Dans ce cas, les décisions résulteront d'un équilibre entre des personnalités ayant des préférences différentes, certaines perçues comme des faucons – très conservatrices – et d'autres comme des colombes, peu conservatrices pour reprendre le jargon de la littérature sur le sujet.
8. Voir Backus et Driffill [1985] pour une analyse sur la réputation.
9. Voir par exemple Goodhart et Schoenmaker [1995].
10. Qualifiée de consensus de Jackson Hole, en référence à la conférence annuelle réunissant les principaux banquiers centraux dans le Wyoming.
11. Voir Reis [2013], Clerc et Raymond [2014] et Blot *et al.* [2014] pour une discussion sur l'extension du mandat des banques centrales.
12. Voir l'annexe C de l'article de Balls *et al.* [2016].
13. Voir Svensson [2017] pour une analyse critique et Levieuge [2018] dans ce numéro pour une revue de la littérature.
14. Cette hypothèse est d'ailleurs remise en cause par Blot *et al.* [2015].
15. Entrent notamment dans cette catégorie les programmes d'achat de MBS (Mortgage-backed securities) mis en œuvre par la Réserve fédérale, les programmes CBPP (Covered-bond purchase programme), ABSPP (Asset-backed purchase programme) et CSPP (Corporate-sector purchase programme) de la BCE.
16. La banque centrale accroît sa détention de titres émis par le secteur privé et réduit celle d'actifs publics. En considérant un bilan consolidé de la banque centrale et du gouvernement, cela revient à financer par émission de dette des achats d'actifs privés.
17. Stella et Lonnberg [2008] rappellent que l'activité des banques centrales n'est pas contrainte par un capital qui serait négatif. Leur solvabilité ne peut s'analyser de la même façon que celle des

banques commerciales et il ne peut pas, de fait, y avoir de ruée vers le guichet des banques centrales. Leur solvabilité dépend des revenus qu'elles peuvent tirer du seignuriage et donc du niveau de l'inflation. La banque centrale devient insolvable lorsque la valeur réelle de son passif est nulle, c'est-à-dire en cas d'hyperinflation. Le « run » prend alors la forme d'une dépréciation des signes monétaires domestiques. Voir Buitier [2008] et Reis [2015] pour des analyses plus formalisées.

18. Dans le cas de la BoE, les achats de titres effectués dans le cadre du QE ont été garantis par le Trésor britannique.

19. Voir Blot *et al.* [2017] pour une revue de littérature.

20. Voir Smets [2014].

21. Voir Hayo et Méon [2013] pour une analyse tentant d'apporter une réponse à cette question.

22. La BCE avait notamment adressé une lettre au gouvernement italien préconisant un agenda des réformes et soutenu la nomination de Mario Monti à la tête du gouvernement après la démission de Sergio Berlusconi. Voir également Wheelan [2012] à propos de l'Irlande.

23. Terme utilisé pour désigner les différents canaux par lesquels un secteur particulier exerce une influence sur le régulateur à son propre profit et au détriment de l'intérêt général.

Références

- P. Arestis et M. Sawyer [2005] : *Aggregate Demand, Conflict and Capacity in the Inflationary Process*, **Cambridge Journal of Economics**, 29(6), pp. 959-974.
- P. Arestis et K. Bain [1995] : *The Independence of Central Banks: A Nonconventional Perspective*, **Journal of Economic Issues**, 29(1), pp. 161-174.
- D. Backus et J. Driffill [1985] : *Inflation and Reputation*, **The American Economic Review**, 75(3), pp. 530-538.
- E. Balls, J. Howat et A. Stansbury [2016] : *Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, what Should a Model Central Bank look Like*, **M-RCBG Associate Working Paper Series**, 67.
- R.J. Barro et D.B. Gordon [1983] : *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*, **Journal of Political Economy**, 91(4), pp. 589-610.
- D. Beau, L. Clerc et B. Mojon [2014] : *Macro-prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy*, in S. Baudusco, L. Christiano et C. Raddatz eds, **Macroeconomic and Financial Stability: Challenges for Monetary Policy**, Central Banking, Analysis and Economic Policies Book Series, vol.19, Central Bank of Chile, chap. IX, pp. 273-314.
- B.S. Bernanke et M. Gertler [2001] : *Should Central Banks respond to Movements in Asset Prices?*, **American Economic Review**, 91(2), pp. 253-257.
- B. Blancheton [2016] : *Central Bank Independence in a Historical Perspective. Myth, Lessons and a New Model*, **Economic Modelling**, 52, pp. 101-107.
- A. Blinder [1996] : *Central Banking in a Democracy*, **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, 82(4), pp. 1-14.
- H.J. Blommestein 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** n° 3.
- C. Blot, J. Creel, P. Hubert et F. Labondance [2014] : *Les enjeux du triple mandat de la BCE*, **Revue de l'OFCE**, (3), pp. 175-186.
- C. Blot, J. Creel, P. Hubert et F. Labondance [2017] : *Les effets redistributifs des politiques monétaires de la BCE*, **Revue d'économie financière**, 4, pp. 165-180.
- C. Blot, J. Creel, P. Hubert, F. Labondance et F. Saraceno [2015] : *Assessing the Link Between Price and Financial Stability*, **Journal of financial Stability**, 16, pp. 71-88.
- C. Bordes et L. Clerc [2012] : *The ECB's Separation Principle: Does it 'Rule OK'? From Policy Rule to Stop-and-go*, **Oxford Economic Papers**, 65(sup1), pp. 66-99.
- M.D. Bordo et P.L. Siklos [2017] : *Central Banks: Evolution and Innovation in Historical Perspective*, **National Bureau of Economic Research** n° 23847.
- C.E. Borio et W.R. White [2004] : *Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes*, **BIS working paper** n° 147.
- W.H. Buiter [2004] : *Two Naked Emperors? Concerns about the Stability and Growth Pact and second Thoughts*

- about Central Bank Independence*, **Fiscal Studies**, 25[3], pp. 249-277.
- W.H. Buiter [2008] : *Can Central Banks go Broke?*, **CEPR Policy Insight** n° 24.
- W.H. Buiter [2014] : *Central Banks: Powerful, Political and Unaccountable?*, **Journal of the British Academy**, 2, pp. 269-303.
- S.G. Cecchetti, H. Genberg, J. Lipsky et S. Wadhvani [2000] : *Asset Prices and Central Bank Policy*, **Centre for Economic Policy Research**.
- S.G. Cecchetti, et L. Li [2008] : *Do Capital Adequacy Requirements matter for Monetary Policy?*, **Economic Inquiry**, 46(4), pp. 643-659.
- L. Clerc et R. Raymond [2014] : *Les banques centrales et la stabilité financière : nouveau rôle, nouveau mandat, nouveaux défis ?*, **Revue d'économie financière**, (1), pp. 193-214.
- C. Crowe et E. Meade [2007] : *The Evolution of Central Bank Governance around the World*, **Journal of Economic Perspectives**, 21(4), pp. 69-90.
- A. Cukierman, S.B. Web et B. Neyapti [1992] : *Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes*, **The World Bank Economic Review**, 6(3), pp. 353-398.
- A. Cukierman [2008] : *Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future*, **European Journal of Political Economy**, 24(4), pp. 722-736.
- G. Debelle et S. Fischer [1995] : *How Independent Should a Central Bank Be?*, in: J.C. Fuhrer, **Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy makers**, Federal Reserve Bank of Boston.
- J. De Haan et S.C. Eijffinger [2017] : *Central Bank Independence under Threat*, **CEPR Policy Insight**, (87).
- N. Dincer et B. Eichengreen [2013] : *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*, **International Journal of Central Banking**, mars, pp. 189-253.
- J. Forder [2005] : *Why is Central Bank Independence so Widely Approved?*, **Journal of Economic Issues**, 39(4), pp. 843-865.
- M. Friedman [1968] : *The Role of Monetary Policy*, **American Economic Review**, 58(1), pp. 1-17.
- M. Goodfriend [2011] : *Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice*, **Journal of Monetary Economics**, 58(1), pp. 1-12.
- C.A.E. Goodhart [1988] : **The Evolution of Central Banks**, MIT Press Books, 1.
- C.A.E. Goodhart [2011] : *The Changing Role of Central Banks*, **Financial History Review**, 18(2), pp. 135-154.
- C.A.E. Goodhart et R. Lastra [2018] : *Populism and Central Bank Independence*, **Open Economies Review**, 29(1), pp. 49-68.
- C.A.E. Goodhart et D. Schoenmaker [1995] : *Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?*, **Oxford Economic Papers**, pp. 539-560.
- B. Hayo [1998] : *Inflation Culture, Central Bank Independence and Price Stability*, **European Journal of Political Economy**, 14(2), pp. 241-263.
- B. Hayo et C. Hefeker [2002] : *Reconsidering Central Bank Independence*, **European Journal of Political Economy**, 18(4), pp. 653-674.
- B. Hayo et P-G. Méon [2013] : *Behind Closed Doors: Revealing the ECB's Decision Rule*, **Journal of International Money and Finance**, 37, pp. 135-160.
- T. Kirsanova, S.J. Stehn et D. Vines [2005] : *The Interactions between Fiscal*

- Policy and Monetary Policy*, **Oxford Review of Economic Policy**, 21(4), pp. 532-564.
- F. E. Kydland et E.C. Prescott [1977] : *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, **Journal of Political Economy**, 85(3), pp. 473-491.
- A. Labye [2015] : *Crédibilité de la banque centrale et soutenabilité de la politique budgétaire*, **Revue d'économie financière**, 3, pp. 303-330.
- G. Levieuge [2018] : *La politique monétaire doit-elle être utilisée à des fins de stabilité financière ?*, **Revue française d'économie**, dans ce numéro.
- D. Masciandaro et D. Romelli [2015] : *Ups and Downs of Central Bank Independence from the Great Inflation to the Great Recession: Theory, Institutions and Empirics*, **Financial History Review**, 22(3), pp. 259-289.
- B.T. McCallum [1995] : *Two Fallacies Concerning Central Bank Independence*, **American Economic Review**, 85(2), pp. 207-211.
- B.T. McCallum [1997] : *Crucial Issues Concerning Central Bank Independence*, **Journal of Monetary Economics**, 39(1), pp. 99-112.
- A.H. Meltzer [2013] : *What's Wrong with the Federal Reserve: What Would Restore Independence?*, **Business Economics**, 48(2), pp. 96-103.
- G. M. Milesi-Ferretti [1995] : *The Disadvantage of Tying their Hands: on the Political Economy of Policy Commitments*, **The Economic Journal**, pp. 1381-1402.
- P. Mishra et A. Reshef [2018] : *How Do Central Bank Governors Matter? Regulation and the Financial Sector*, **Journal of Money, Credit and Banking**, à paraître.
- W. D. Nordhaus [1975] : *The Political Business Cycle*, **The Review of Economic Studies**, 42(2), pp. 169-190.
- A. Orphanides [2016] : *Fiscal Implications of Central Bank Balance Sheet Policies*, Institute for Monetary and Financial Stability, working paper n° 105.
- A. Orphanides [2018] : *Independent Central Banks and the Interplay between Monetary and Fiscal Policy*, **International Journal of Central Banking**, 14(3), pp. 447-470.
- E.S. Phelps [1967] : *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time*, *Economica*, pp. 254-281.
- L. Randall [2014] : *Central Bank Independence: Myth and Misunderstanding*, Levy Economics Institute of Bard College working paper n° 791.
- R. Reis [2015] : *Comment on: "When does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support?" by Marco Del Negro and Christopher A. Sims*, **Journal of Monetary Economics**, 73, pp. 20-25.
- R. Reis [2013] : *Central Bank Design*, **Journal of Economic Perspectives**, 27(4), pp. 17-44.
- K. Rogoff [1985] : *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*, **The Quarterly Journal of Economics**, 100(4), pp. 1169-1189.
- T.J. Sargent et N. Wallace [1984] : *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, in Monetarism in the United Kingdom*, Palgrave Macmillan, London, pp. 15-41.
- A.J. Schwartz [1995] : *Why Financial Stability Depends on Price Stability*, **Economic Affairs**, 15(4), pp. 21-25.
- P.L. Siklos [2008] : *No Single Definition of Central Bank Independence is Right for All Countries*, **European Journal of Political Economy**, 24(4), pp. 802-816.
- F. Smets [2014] : *Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?*, **International Journal of Central Banking**, 10(2), pp. 263-300.

- P. Stella et Å. Lonnberg [2008] : *Issues in Central Bank Finance and Independence*, IMF working paper, 08/37.
- L.E. Svensson [2017] : *Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind*, **Journal of Monetary Economics**, 90, pp. 193-213.
- E. Taugourdeau et C. Vincensini [2009] : *La justification économique de l'Union économique et monétaire : ex ante, ex post ou inexistante ?*, **Revue française d'économie**, 24(2), pp. 57-83.
- K. Whelan [2012] : *The ECB's Role in Financial Assistance Programmes*, **European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs: Monetary Dialogue**.
- W.R. White [2006] : *Is Price Stability Enough?*, BIS working paper n° 205.