

Synthèse introductive

1. Après la crise financière mondiale qui commence en août 2007, on s'accorde sur la nécessité d'une réflexion sur un nouveau *central banking*. Si le défi pour les travaux académiques est d'en redessiner les contours théoriques, il s'agit, pour les banquiers centraux, de redéfinir le nouveau cadre de leur action, ceci sans attendre l'aboutissement des recherches. La difficulté est en effet de taille et sa solution passe par une coopération renforcée entre économistes et banquiers centraux. Ce rapport entend y contribuer, en un temps où les évolutions des analyses et des organisations s'accélèrent. C'est en effet une caractéristique de ce rapport d'avoir pu mesurer, presque en temps réel, comment évoluent les conceptions et les structures, et d'essayer de donner des repères, à la fois pour comprendre, pour mettre en perspective, pour relier aux fondements des approches théoriques et pour faire des propositions.

2. Pour étayer nos analyses et cerner les positions en présence, notre rapport s'appuie ainsi sur un questionnaire que nous avons conçu puis soumis aux banquiers centraux et aux économistes. Ce questionnaire, inspiré d'une enquête réalisée par des économistes de la Banque d'Angleterre en 1999 et de travaux d'enquête plus récents devenus de plus en plus fréquents, permet notamment d'évaluer l'accueil réservé à des propositions récentes de réforme du *central banking* (relèvement de la cible d'inflation, ciblage du niveau général des prix, remise en question du principe de séparation, instruments macro-prudentiels...) et de comparer les réponses des académiques et des banquiers centraux. Le rapport présente deux exploitations différentes de ce questionnaire :

- l'une, réalisée par Christian Bordes, met l'accent sur les acquis à préserver en matière de gouvernance du *central banking* et sur les aménagements à opérer du côté de la politique monétaire ;
- la seconde, réalisée par Jean-Paul Betbèze, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon, insiste sur l'implication nécessaire de la Banque centrale dans la politique macro-prudentielle et sur les exigences qui en découlent en termes de coopération et de responsabilité (*accountability*).

Ces deux lectures se rejoignent sur la nécessaire articulation entre politique monétaire et politique macro-prudentielle, mais défendent des modalités très différentes.

3. Avant la crise, le *central banking* reposait sur un modèle de type « nouveau keynésien » où les anticipations jouaient un rôle décisif. La Banque centrale avait un objectif d'inflation, affiché ou pas. Dans les économies industrielles avancées, il se situait dans une fourchette comprise entre 2 et 3 %. Il était calculé de manière à éviter surtout un risque inflationniste, mais aussi déflationniste, même si ce dernier a été plus tardivement pris en compte. Il s'agissait de permettre des ajustements normaux dans une économie en croissance : c'était, en quelque sorte, l'huile dans les rouages. La Banque centrale s'engageait alors à atteindre cet objectif à moyen et à long terme par sa politique de taux. Cela était supposé compatible, à court terme, avec la stabilisation de l'activité économique, même si cette préoccupation pouvait varier d'une Banque centrale à l'autre. Aucune Banque centrale n'était en effet, pour reprendre l'expression de Mervin King, assez « barjot » de l'inflation (« *inflation nutter* ») pour ne regarder qu'elle. En permanence, elle envoyait des messages pour piloter les anticipations et obtenir ainsi, en lissant le cycle de l'activité, le résultat attendu : la stabilité des prix. Sans que le modèle soit entièrement défini ni précisément le même pour toutes les banques centrales, il obéissait à la logique énoncée dans les deux points suivants, dont les fondements théoriques se trouvent dans la courbe de Phillips de type « nouveau keynésien ».

4. La politique monétaire devait être conduite par une Banque centrale indépendante du pouvoir politique, cela afin d'assurer sa crédibilité. Sa politique de taux d'intérêt devait être globalement conforme à une règle, du type règle de Taylor, pour faciliter la formation des anticipations par les agents privés. Les problèmes de coordination entre politique monétaire et politique budgétaire étaient envisagés dans le cadre d'un « jeu », où la Banque centrale était dominante, l'autorité budgétaire devant s'ajuster. Ce modèle, qui s'est généralisé dans les pays développés, a été adopté lors de la création de l'euro, dont il a sans doute facilité la naissance. Il a en effet permis sinon d'évacuer, du moins de traiter dans un cadre préétabli,

les délicats problèmes de coordination entre autorités et entre pays, en s'en remettant au Pacte de Stabilité et de Croissance. D'un côté, la BCE était indépendante et assurait la stabilité monétaire, d'un autre les gouvernements devaient respecter la discipline budgétaire dans le cadre d'un *Pacte* (on sait que cette discipline n'a pas fonctionné dans la durée).

5. Le principe de séparation jouait un rôle primordial dans la conduite de l'action de la Banque centrale. Il a été respecté tout au long de la Grande modération qui a précédé la crise. Conformément au modèle ci-dessus, la logique du *central banking* était alors la suivante : parallèlement à la recherche de la stabilité monétaire, la Banque centrale intervenait dans le maintien de la stabilité financière au sens étroit. Elle approvisionnait le marché interbancaire en liquidités, afin de maintenir le taux au jour le jour au plus près du principal taux directeur et d'en limiter ainsi la volatilité. Dans des circonstances exceptionnelles, du type 11 septembre 2001, elle jouait le rôle de prêteur en dernier ressort.

6. Aujourd'hui se pose la question d'une éventuelle modification de l'objectif d'inflation dans les économies industrielles avancées. La fourchette de 2-3 % doit-elle être conservée ? Afin d'éviter les problèmes posés par la borne zéro pour les taux d'intérêt, ne vaudrait-il pas mieux relever cette fourchette jusqu'à 4-5 % comme le propose Olivier Blanchard ? Ou bien remplacer le « ciblage » de l'inflation par celui du niveau général des prix ? À cet égard, comme le montrent les réponses au questionnaire, un clivage apparaît entre « théoriciens » et « praticiens ». Ces propositions ont plus de partisans chez les premiers que chez les seconds, qui estiment que leur adoption se traduirait par une perte de leur crédibilité.

7. Surtout, le modèle canonique qui a fonctionné pendant vingt ans sort affaibli de cette crise. Trois thèses sont ainsi avancées quant au rôle qu'ont pu jouer les politiques monétaires, et plus généralement les banques centrales, dans son déclenchement :

- la première les exonère de toute responsabilité, en imputant la crise à un défaut de surveillance du système financier ;
- une deuxième leur attribue une forte responsabilité : après avoir bien suivi les recommandations du modèle canonique dans les années 1980-1990 (notamment en conduisant leur politique monétaire conformément à une règle), les banques centrales s'en seraient éloignées, pour ne pas dire affranchies, à partir des années 2002-2003 (avec des taux directeurs durablement inférieurs à ceux recommandés par la règle de Taylor) ;
- une troisième met en avant le paradoxe de la crédibilité, crédibilité héritée de la période antérieure de croissance non inflationniste. Selon cette thèse, les succès atteints dans la sauvegarde de la stabilité monétaire, combinés à une moindre volatilité de la hausse des prix et de l'activité économique, auraient contribué à réduire le coût du risque. Dans ce climat, les acteurs financiers ont été incités à prendre des risques excessifs, ce qui les a fragilisés. Appliquant le principe de séparation, les banques centrales ont certes envoyé des signaux d'alerte, mais elles n'ont pas donné à l'objectif de stabilité financière toute l'importance requise au vu de la dérive du crédit ou de la baisse des primes de risque et donc n'ont pas agi.

8. Nous ne retiendrons évidemment pas la première de ces trois thèses, mais les deux qui suivent nous paraissent mériter deux traitements spécifiques, qui seront défendus dans les deux « lectures » qui constituent ce rapport.

La première lecture du questionnaire, réalisée par Christian Bordes, propose un aménagement du *central banking* qui consiste à rechercher des gains d'efficacité du côté de la politique monétaire et à articuler celle-ci et la politique macro-prudentielle sur la base du principe d'*affectation optimale des instruments*.

Dans cette approche, la stabilité des prix, à moyen et long terme, demeure la mission centrale de la politique monétaire même dans une économie « mondialisée ». Toutefois, le régime de *central banking*, qui a précédé la crise, y est analysé comme une « *solution de coin* » où les risques d'instabilité financière sont par trop négligés. Il faut donc le revoir. Le recours à la politique *macro-prudentielle* correspond au besoin d'avoir un outil supplémentaire (principe de Tinbergen). Son articulation avec la politique monétaire doit alors être envisagée conformément aux recommandations du principe de Mundell. Chaque outil doit être utilisé en priorité dans le domaine où son efficacité est la plus forte : pour la politique monétaire, la réalisation de la stabilité des prix, pour la politique macro-prudentielle, la stabilité financière. Cela ne veut pas dire pour autant que chaque politique est conduite en ignorant l'autre. En particulier, la politique monétaire devra prendre en compte l'incidence des mesures macro-prudentielles sur le crédit et plus généralement, sur les mécanismes de transmission des variations de taux directeurs. Elle pourra être amenée

à réagir, et cela de manière systématique, non seulement à l'évolution des conditions économiques (inflation et activité économique), mais aussi à celle des conditions financières (crédit et primes de risque). En outre, l'horizon retenu pour conduire cette politique (deux à trois ans jusque-là) pourra être repoussé. Cette démarche constitue une rupture avec l'idée qu'il vaut mieux pour les banques centrales « guérir que prévenir » (*CUA, cleaning up the bust afterwards, mop up after*). Elles pourront désormais être amenées à « naviguer à contre-courant » (« *leaning against the wind* ») autrement dit à agir de manière préventive.

La seconde lecture du questionnaire, réalisée par Jean-Paul Bethève, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon plaide pour un renforcement de la mission de stabilité financière et pour une coordination de la politique monétaire et de la politique macro-prudentielle au sein de la Banque centrale. Elle se démarque du principe de séparation qui consiste à affecter l'objectif de stabilité monétaire à la Banque centrale, et celui de stabilité financière à des agences de supervision spécialisées.

Pour étayer son propos, elle met en avant les changements structurels de l'économie mondiale et le fait que d'autres facteurs doivent être pris en compte dans le processus inflationniste, à côté des déterminants monétaires. Cette approche fait ainsi une large place à la dynamique du crédit et aux comportements des agents bancaires et financiers dans la dynamique économique et dans la naissance éventuelle de déséquilibres, notamment sectoriels, et de bulles. Elle conduit alors à une double demande : instaurer d'abord une meilleure surveillance, par la Banque centrale, de la dynamique du crédit et de ce qui concourt au risque systémique ; rééquilibrer ensuite les missions entre stabilité monétaire et macroéconomique d'une part, et stabilité financière de l'autre, en renonçant à leur séparation. Dans cette optique, ces deux missions sont aussi importantes l'une que l'autre, ce qui implique des responsabilités et des difficultés nouvelles, notamment de coordination, et donc aussi des pouvoirs accrus.

Comme on le voit, nous n'avons pas recherché, dans ce rapport, une voie moyenne, additionnant les propositions venant de deux logiques théoriques différentes. Au contraire, il nous a paru plus utile, et plus transparent, d'ouvrir le domaine des choix en montrant, chaque fois, leur cohérence et leurs limites.

Les auteurs de ce rapport se rejoignent sur l'idée d'une évolution nécessaire du *central banking* pour réduire l'instabilité financière et sur la nécessité d'une articulation entre politique monétaire et politique macro-prudentielle pour y parvenir. Mais ils se séparent quant aux modalités de cette articulation.

La première lecture juge trop ambitieuse une coordination qui consisterait à confier à une même autorité/un même comité la responsabilité de la politique monétaire et celle de la politique macro-prudentielle. Christian Bordes soutient que cela pourrait réduire l'efficacité de la politique monétaire en rendant difficile l'exercice de l'autonomie de la Banque centrale, en nuisant à la transparence de son action et en compliquant sérieusement le contrôle de son action. Dans ces conditions, il soutient que la réponse la plus réaliste consiste à s'en tenir au principe d'affectation des instruments énoncé précédemment : chaque instrument doit être affecté à la réalisation de l'objectif pour lequel il est le plus performant.

Dans la seconde lecture, Jean-Paul Bethève, Jézabel Couppey-Soubeyran et Dominique Plihon plaident, au contraire, pour une telle coordination, en pleine connaissance des risques spécifiques et des difficultés qu'elle comporte. Ils précisent alors les contreparties nécessaires pour que les banques centrales soient à même d'assumer leurs nouvelles responsabilités : une large batterie d'instruments macro-prudentiels (au-delà d'une simple règle de capital contra-cyclique ou d'un provisionnement dynamique), qui en sont encore à un stade expérimental, et un devoir accru de responsabilité (*accountability*) d'explication et de transparence. En charge de missions étendues, les banques centrales auront aussi un pouvoir accru. Leur indépendance devra s'exercer à l'égard de tous les acteurs, non seulement publics, mais également privés. Elles devront éclairer l'horizon, rendre des comptes (au sens de la notion anglo-saxonne d'*accountability*) et expliquer leur politique, dans un monde plus complexe.

9. Lecture n°1 : Pour un aménagement du *central banking* : à la recherche de l'affectation optimale des instruments des politiques monétaire et macro-prudentielle

9.1. *Le modèle fondé sur le triptyque indépendance-transparence-responsabilité (ITR) s'est imposé largement comme le modèle de référence pour la gouvernance des banques centrales : leur autonomie y va de pair avec des exigences accrues en matière de transparence et de responsabilité démocratique. Le maintien de la stabilité des prix doit rester la mission fondamentale de la politique monétaire. La stabilisation conjoncturelle en est aussi un objectif capital. De manière générale, il n'est pas incompatible avec la mission précédente. Les autorités monétaires ne cherchent pas à atteindre la cible d'inflation dans le court terme,*

mais à moyen/long terme ce qui revient à lisser l'évolution de l'activité économique. Là aussi, le modèle du triptyque a fait preuve de son efficacité.

Avant la crise, le *central banking* s'est rapproché, *de facto*, d'une solution de coin où l'action de la Banque centrale se limite à la conduite d'une politique monétaire orientée à moyen terme vers la stabilité des prix ; ne « navigue pas à contre-courant » si, au cours de la phase d'expansion, des bulles se développent dans les prix des actifs alors que le crédit s'emballe ; injecte des liquidités en cas de crise et répare les dégâts après (le *cleaning up*) en maintenant, pendant une période assez longue, le taux directeur à un niveau très bas. Cette solution de coin doit être abandonnée. Ses limites sont clairement apparues. Elle a conduit, après l'éclatement de la bulle Internet, à maintenir trop longtemps les taux d'intérêt à un niveau trop bas. Mais il n'est pas question de passer d'une solution de coin à une autre, à savoir celle mise en place dans les économies asiatiques après la crise qui les a frappées. La politique monétaire, la politique prudentielle et, même, dans certains cas extrêmes comme en Chine, la politique budgétaire, y sont coordonnées. Ce modèle y a fait preuve de son efficacité en résistant bien à la crise. Mais, il apparaît difficilement conciliable avec le triptyque indépendance – transparence – responsabilité et ne correspond pas aux caractéristiques des économies industrielles avancées, en particulier à leur développement financier. Pour celles-ci, le régime *central banking* optimal d'après crise consiste dans une solution intermédiaire où l'architecture politique monétaire – politique macro-prudentielle est bâtie sur le principe d'affectation des instruments. La stabilité monétaire doit rester l'objectif central de la politique monétaire, mais cela ne doit pas pour autant justifier une « douce bienveillance » à l'égard de l'instabilité financière. Une réaction systématique de la politique de taux d'intérêt à l'évolution des conditions financières peut être souhaitable. Cette réaction doit dépendre des caractéristiques de la politique macro-prudentielle. Elle pourra se traduire par une réaction à l'évolution : du crédit pour les économies où le financement bancaire est dominant (le renforcement de la place accordée au second pilier – déjà entrepris par la BCE – va dans ce sens) ; des *spreads* de taux pour les économies où c'est le financement par les marchés. En tout cas, les banques centrales ne doivent pas laisser se développer des bulles financées par le crédit.

9.2. Du côté de la politique monétaire, l'existence de « gisements d'efficience » exploitables à court terme – en particulier le relèvement de l'objectif d'inflation et le remplacement du ciblage de l'inflation par celui du niveau général de prix – doit être examinée au cas par cas. L'adoption d'un ciblage du niveau général des prix pourrait être une solution pour les économies où l'on a observé une dérive dans l'évolution à long terme de cette grandeur (Canada) et pour celles où il n'y a pas d'ancrage monétaire explicite (États-Unis). Pour la zone euro, si l'on considère qu'à moyen/long terme, la menace déflationniste est sérieuse, le relèvement de l'objectif d'inflation pourrait aider à y faire face.

Ces mesures sont également à envisager au regard de la stabilisation de l'activité économique. La politique monétaire est un instrument qui a montré son efficacité, en régime normal comme en temps de crise où elle peut empêcher le déclenchement d'une spirale déflationniste. Une fois le plancher des taux d'intérêt atteint, la politique monétaire ne se trouve certes pas démunie : l'efficacité des mesures non conventionnelles semble en effet avérée. Mais elles font courir des risques, notamment pour la stabilité financière. Cela peut constituer un argument – supplémentaire à l'appui de l'adoption du « ciblage du niveau général des prix » ou d'un relèvement de l'objectif d'inflation. Dans le cas de la zone euro, ce dernier pourrait faciliter les ajustements à des chocs et la convergence réelle des économies.

9.3. Les banques centrales ont déjà amplement investi ces sujets, mené des travaux en leur sein pour préparer l'évolution du « *central banking* ». Même si les questions soulevées sont techniques, les banques centrales devraient communiquer les conclusions auxquelles elles sont arrivées sous une forme accessible à un large public. Elles devraient notamment mieux préciser comment elles entendent prendre en compte l'évolution des conditions financières dans la conduite de leur politique de taux d'intérêt.

10. Lecture n°2 : Pour un changement de *central banking* : la nécessaire coordination de la politique monétaire et de la politique macro-prudentielle au sein de la Banque centrale

10.1. La mission de stabilité financière doit s'articuler autour de deux volets à réévaluer, macro-prudentiel et micro-prudentiel. Le premier volet est celui de la régulation macro-prudentielle, qui va considérablement impliquer les banques centrales. Ce volet reste cependant à mieux préciser. Outre les effets déstabilisants bien connus des comportements mimétiques, et ceux, désormais mieux compris, de la titrisation, les institutions financières ont en général un comportement procyclique, influencé par les décisions de politique monétaire et prudentielle. La phase ascendante du cycle est celle où les risques pour l'ensemble du système

sont sous-estimés, en même temps que la concurrence interbancaire réduit les marges, alors que c'est le contraire après le retournement. Ce volet macroéconomique était auparavant jugé moins important que son pendant microéconomique, l'idée étant que le suivi rapproché des banques, considérées individuellement, protégeait contre le risque systémique.

Cela n'est plus possible : il faut veiller aux structures de bilan des banques, tant en fonds propres qu'en liquidité, et à leur taille, et surveiller beaucoup plus attentivement qu'auparavant l'évolution du crédit et des prix d'actifs. Inévitablement, la frontière entre le micro-prudentiel et le macro-prudentiel sera poreuse et fine. Les objectifs de ces deux volets seront certes différents (prévenir une faillite individuelle d'établissement dans un cas, prévenir la crise systémique dans l'autre cas), mais les instruments seront parfois de même nature : coussins de capital contra-cycliques, surcharge en capital, exigences supplémentaires de liquidité... La surveillance du crédit sera au cœur du volet macro-prudentiel, car les épisodes d'instabilité les plus dangereux sont le plus souvent associés à des processus d'emballlement du crédit. Cette surveillance sera du ressort des conseils du risque systémique qui commencent à se mettre en place, avec des prérogatives différentes de part et d'autre de l'Atlantique

10.2. Aucun modèle de coordination entre politique monétaire et politique prudentielle n'a donné totale satisfaction dans les économies industrielles avancées, mais la crise a révélé que la proximité entre Banque centrale et superviseur est décisive. Le macro-prudentiel constituera ainsi le principal nouveau maillon entre politique monétaire et politique prudentielle. La plupart des pays s'orientent en effet vers la mise en place d'un dispositif macro-prudentiel qui va fortement reposer sur les banques centrales. En revanche, les banques centrales sont diversement impliquées dans la supervision micro-prudentielle.

Tous les pays n'organisent pas leur supervision de la même manière : les trois modèles types (modèle intégré, modèle sectoriel, modèle *twin peaks*) font chacun une place plus ou moins grande à la Banque centrale. Le modèle sectoriel est généralement celui dans lequel la Banque centrale est le plus directement impliquée. En revanche, l'implication de la Banque centrale est souvent plus rare ou plus indirecte dans les modèles intégrés ou *twin peaks* (ce dernier étant encore assez peu répandu).

La nouvelle mission macro-prudentielle des banques centrales n'impliquera pas nécessairement qu'elles endossent, là où elles ne l'ont pas, le rôle de superviseur micro-prudentiel. Confier les surveillances à la fois micro- et macro-prudentielles aux banques centrales pourrait même présenter plusieurs inconvénients : concentration excessive de pouvoir, risque de bureaucratie, moindre efficacité dans la masse des informations à traiter... Cela risquerait aussi d'augmenter le poids des dispositifs prudentiels sectoriels, pourtant moins bien adaptés à l'intégration des activités bancaires et financières. La raison en est que si la Banque centrale peut apparaître comme un superviseur naturel pour les banques, il n'en va pas de même pour les autres intermédiaires financiers : la Banque centrale est très rarement un superviseur unique lorsqu'elle est superviseur.

Quoi qu'il en soit, la question importante n'est pas tant de savoir si la Banque centrale doit ou non être un superviseur micro-prudentiel. L'important est que, lorsqu'elle ne l'est pas, elle soit en relation étroite et permanente avec le(s) superviseur(s). C'est ce défaut de relation qui a, par exemple, rendu beaucoup plus difficile la gestion de la crise financière au Royaume-Uni. Plusieurs dispositions sont ainsi envisageables pour concrétiser cette proximité au sein de chaque pays entre la Banque centrale et le(s) superviseur(s) micro-prudentiel(s) : une plateforme d'informations communes, une gouvernance partagée (présence croisée de représentants de la Banque centrale et du(des) superviseur(s) dans les comités de pilotage), des réunions régulières entre un observateur représentant des intérêts des consommateurs de services financiers, la Banque centrale et la(les) autorité(s) de supervision.

10.3. La nouvelle architecture proposée passe aussi par une nouvelle organisation des objectifs, des instruments et de leur affectation.

L'objectif de stabilité des prix doit être mieux cerné, et celui de stabilité financière mieux paramétré, d'autant qu'il fait manier des informations complexes et évidemment privées. L'objectif de stabilité financière doit constituer une mission à part entière des banques centrales, même si l'instabilité financière est un processus polymorphe, en général plus difficile à repérer et à mesurer que l'instabilité monétaire. Le taux d'intérêt doit rester en général l'instrument privilégié affecté à l'objectif de stabilité monétaire (défini sur un horizon temporel allongé), des instruments nouveaux – tel le ratio *contra-cyclique* de capital – intervenant pour la stabilité financière.

La crise a donné lieu à des propositions dans le domaine des instruments de régulation prudentielle dont la plus significative à ce jour est constituée par les nouvelles exigences de fonds propres (Bâle III). Elles entraîneront une augmentation progressive des fonds propres, une surveillance renforcée de la liquidité et un plafonnement des leviers d'actifs. Mais il faut qu'elles se mettent en œuvre selon un rythme compatible avec la sortie de crise et dans un contexte (G20) qui ne distorde pas la concurrence bancaire et financière mondiale, au risque alors d'accroître l'instabilité financière. Ces mesures devront être complétées par des dispositifs tels que le provisionnement dynamique, permettant de réduire le comportement procyclique des banques et un traitement spécifique des établissements systémiques. Enfin, dans la mesure où le canal du crédit joue un rôle central dans le processus d'instabilité financière, un renforcement de la régulation du crédit apparaît souhaitable. Ce qui implique la mise en œuvre d'instruments tels que des ratios « *loan to value* » généralisés et/ou des systèmes de réserves obligatoires progressives sur les crédits, éventuellement modulées selon les secteurs et les entités systémiques dont un suivi individualisé apparaît souhaitable, pour lutter contre les emballements du crédit.

11. Quels que soient les choix théoriques et organisationnels, la question demeure du fonctionnement de la nouvelle organisation qui se met en place en zone euro. D'un côté, au niveau de chaque pays, le suivi sera meilleur, puisque les banques centrales nationales auront une connaissance plus complète et plus précise du système financier. Mais il faudra veiller aux échanges d'informations entre entités spécialisées de surveillance. D'un autre côté, des structures se mettent en place à l'échelle européenne pour gérer les entités systémiques, ce qui implique une nécessaire fluidité de l'information depuis les entités nationales et dans des comités de la zone euro.

D'où un défi majeur : au niveau national, il faudra savoir traiter l'information et lutter contre sa fragmentation par type d'industrie financière ; au niveau européen, il faudra encourager l'échange rapide, en même temps que la confidentialité. Le bon fonctionnement de cette nouvelle organisation se vérifiera surtout par temps de crise, et les conditions actuelles montrent bien les efforts à faire chez chacun. En temps normal, la vérification des modes de travail sera essentielle et l'utilisation des *stress tests* plus fréquente. Il faut s'attendre à ce que la gestion des comités, souvent de grande taille, soit délicate et souhaiter que des questions de méthode et de prises de décision rapides soient mises au plus tôt en débat.

12. La complexité des problèmes de coordination dans la zone euro rend plus difficile l'action de la BCE. Les situations budgétaires des États vont faire peser sur elle des pressions fortes, d'autant que la BCE a été, est et pourrait être encore amenée à assurer la liquidité du marché de la dette publique. Des problèmes de coordination se posent aussi dans le domaine des changes, en l'absence de mission confiée à la Banque centrale dans ce domaine. Ce qui est aussi le résultat d'une définition étroite de l'objectif de stabilité monétaire, exclusivement interne, contrairement à ce qui est observé dans d'autres régions (pays émergents). La question de la politique de change et de l'implication des banques centrales en la matière, qui est un sujet à part entière, n'est toutefois pas abordée dans ce rapport.

13. Au total, le principal défi est d'arriver à une meilleure coordination entre politique monétaire, politique prudentielle et politique budgétaire. Il importe de maintenir l'indépendance de la Banque centrale à l'égard des acteurs publics mais aussi privés, afin de contribuer conjointement à la stabilité des prix et à la stabilité financière et de minimiser les effets négatifs de l'instabilité sur l'activité et l'emploi. L'élargissement des missions des banques centrales implique qu'elles rendent davantage de comptes (au sens d'*accountability*) et expliquent davantage leur démarche non seulement dans les différentes instances et comités, mais également auprès du public. Mais il faut reconnaître que le risque est alors que l'on attende trop d'elles et qu'une pression croissante s'exerce sur elles. L'art du *central banking* se complique donc. Il est crucial d'en comprendre les enjeux et les risques, pour permettre aux banques centrales de les aborder dans les meilleures conditions. Il en va de l'intérêt de tous.

Questionnaire « Banques centrales et stabilité financière »

Conçu par les auteurs du rapport, le questionnaire compte cinquante-cinq questions réparties en six grandes parties qui abordent les différentes dimensions (organisationnelle, instrumentale, stratégique, soubassement théorique...) du *central banking*.

1. « Grande modération » et instabilité financière

Cette première partie porte sur l'environnement macroéconomique de la politique monétaire avant la crise ainsi que sur les origines possibles des déséquilibres financiers observés au cours de cette période.

2. Design institutionnel du central banking

Cette deuxième partie s'intéresse au cadre institutionnel du *central banking* et tente de cerner les évolutions provoquées par la crise (opportunité des réformes, remise en cause du principe de séparation...).

3. Stabilité financière

Les questions relatives à l'implication des banques centrales en matière de stabilité financière et aux évolutions attendues dans ce domaine font l'objet de la troisième partie.

4. Politique monétaire : canaux de transmission/stratégie/instruments

La quatrième partie porte sur un certain nombre d'aménagements possibles de la politique monétaire actuellement débattus (relèvement de la cible d'inflation, ciblage du niveau général des prix...).

5. Dimension internationale

La cinquième partie traite des problèmes de coordination à l'échelle internationale entre les grandes banques centrales.

6. Sciences économiques/science et art du central banking

La sixième partie regroupe des questions sur les rôles respectifs de l'art et de la science dans le *central banking* avant et après la crise.

Adressé à environ 200 destinataires (universitaires, banquiers centraux, superviseurs), le questionnaire a reçu 46 réponses : 15 en provenance des banquiers centraux et 31 d'universitaires du monde entier. La zone euro et les États-Unis sont particulièrement bien représentés ; des rencontres ayant d'ailleurs été organisées entre les auteurs et des représentants de la BCE, de la Fed, du FMI, de la Banque mondiale ainsi qu'avec des universitaires de plusieurs pays d'Europe et des États-Unis. La répartition des participants à cette enquête par pays et par institutions est présentée en annexe, où figurent le questionnaire dans son intégralité ainsi que son traitement complet. Les deux « lectures » présentées dans la suite du rapport exploitent chacune les réponses obtenues et font usage d'un certain nombre d'illustrations graphiques des réponses, toutes reprises en annexe.

