

Lecture 1

Pour un aménagement du Central banking : à la recherche de l'affectation optimale des instruments des politiques monétaire et macroprudentielle

Christian Bordes

Introduction

La crise soulève des interrogations fondamentales sur l'action des banques centrales (Central banking) et le cadre dans lequel elles l'exercent. Trois séries de questions sont posées :

- Qu'est-ce qui a bien fonctionné et doit être conservé ?
- Des erreurs ont-elles été commises ?
- Quelles sont les améliorations possibles ?

Qu'est-ce qui a bien fonctionné et doit être conservé ?

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 monétaire reste leur mission fondamentale. Dans un système de monnaie fiduciaire, la hausse des prix est largement déterminée par les anticipations des agents économiques. Le rôle des autorités monétaires est d'en assurer le bon ancrage, au niveau souhaité. Pour cela, un objectif quantifié de hausse des prix doit être publié ; la stratégie de politique monétaire retenue pour l'atteindre précisée ; ... La stabilisation conjoncturelle est aussi une mission capitale. Elle n'est pas incompatible avec la 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 en vigueur a fait preuve de son efficacité. Certes, il n'explique pas à lui seul la baisse de la cyclicité observée avant la crise, mais il y a contribué. Il a montré aussi son efficacité comme bouclier anti-crise. Les mesures, conventionnelles et non conventionnelles, de politique monétaire – combinées à des programmes de relance et de soutien au système bancaire – ont empêché le déclenchement d'une spirale déflationniste et contribué à amorcer une reprise (même si elle reste à confirmer).

Des erreurs ont-elles été commises ?

Avant la crise, le *Central banking de jure* correspondait à un modèle intermédiaire où la banque centrale est chargée de la stabilité monétaire et a aussi une mission macro-prudentielle. Mais, le *Central banking de facto* s'est rapproché 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. C'était le consensus de Jackson Hole » dont Alan Greenspan a été la figure emblématique. 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 l'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. 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 (application du principe de Mundell) : chaque politique se voit assigner la réalisation de l'objectif pour lequel elle est la mieux adaptée. La politique monétaire doit rester orientée en priorité vers la stabilité des prix tandis que la politique macro-prudentielle doit s'occuper de la stabilité financière. Chacune doit prendre en contact l'impact de l'autre sur l'objectif dont elle est chargée.

Quelles sont les améliorations possibles ?

Les gains d'efficacité du *Central banking* doivent être recherchés du côté de la politique monétaire, du côté de la politique « macro-prudentielle » et dans une meilleure articulation des deux. Pour cela il faut s'appuyer sur les enseignements de la pratique et les conclusions robustes des travaux de recherche sur la question. C'est sans aucun doute dans le domaine de la politique monétaire que les connaissances, théoriques et empiriques, sont les plus avancées. Dire, comme le fait Leeper (2010), qu'elle « relève de la science et les autres politiques de l'alchimie » est exagéré et provocateur, mais elle a pris une longueur d'avance aussi bien sur la politique macro-prudentielle que sur la politique budgétaire. Aussi peut-on trouver, de ce côté-là, un gisement immédiatement exploitable. Son exploration peut se faire à différents niveaux : 1. l'objectif quantifié de hausse des prix : à l'heure actuelle, il se situe au voisinage de 2% ; on peut envisager de le relever mais aussi, rien ne l'interdit a priori, de l'abaisser ; 2. la stratégie de politique monétaire : le ciblage du niveau général des prix pourrait remplacer celui de l'inflation ; 3. la règle de politique monétaire : jusqu'ici, la politique de taux d'intérêt a réagi à la situation de l'inflation, appréciée au regard de la « cible », et à celle de l'activité économique, évaluée en fonction de l'utilisation des capacités de production ; dans le cadre de l'articulation avec la politique macro-prudentielle se pose la question suivante : cette règle doit-elle rester inchangée ou bien est-il nécessaire que la politique monétaire soit menée en prenant aussi en compte les conditions financières ?

Ces différentes questions sont abordées dans la première partie de ce rapport en prenant appui sur les réponses apportées au questionnaire. Le premier chapitre présente le cadre dans lequel

s'exerce la gouvernance des banques centrales, et examine à cette aune les principales propositions aujourd'hui à l'étude en vue d'améliorer le Central banking. La stabilité monétaire est le sujet du chapitre 2. Après avoir montré que la stabilité monétaire reste aujourd'hui une mission capitale de la banque centrale, il souligne qu'il s'agit autant de protéger l'économie contre la déflation que de la mettre à l'abri de l'inflation ; enfin, il se demande si un relèvement de l'objectif d'inflation ou l'adoption du ciblage du niveau général des prix pourraient permettre d'assurer plus efficacement cette première mission. Le chapitre 3 porte sur l'utilisation de la politique monétaire pour la stabilisation de l'activité économique et s'interroge sur son efficacité avant, pendant et après la crise. La stabilité financière est le thème du chapitre 4. Il revient sur la conduite, en temps réel, de la politique monétaire avant la crise, face au développement de la bulle immobilière. Il s'intéresse ensuite à la politique monétaire au cours de la crise systémique avant de se demander comment la politique monétaire pourrait, à l'avenir, contribuer à limiter l'instabilité financière.

Points clés et propositions de la lecture 1

1. La gouvernance de l'action des banques centrales doit rester organisée autour du triptyque indépendance – responsabilité – transparence.
2. L'architecture politique monétaire – politique macro-prudentielle doit être bâtie sur le principe d'affectation des instruments (application du principe de Mundell) : chaque politique se voit assigner la réalisation de l'objectif pour lequel elle est la mieux adaptée.
3. La politique monétaire doit rester orientée en priorité vers la stabilité des prix tandis que la politique macro-prudentielle doit s'occuper de la stabilité financière.
4. Repousser l'horizon retenu pour atteindre l'objectif chiffré de hausse des prix devrait permettre de mieux prendre en compte la stabilité financière, ce qui ne veut pas dire que cela serait facile à faire.
5. La politique monétaire reste un levier d'action efficace dans les grandes économies pour stabiliser l'activité économique.
6. En cas de renchérissement des prix des matières premières et des produits de base, une coordination de l'action des grandes banques centrales serait souhaitable.
7. Un relèvement de l'objectif chiffré d'inflation en vue de faciliter la stabilisation de l'activité économique est une proposition qui mérite d'être examinée de près, notamment pour une union monétaire. Aux États-Unis, où il n'y a pas d'objectif chiffré officiel, l'adoption du ciblage du niveau général des prix renforcerait l'ancrage nominal.
8. L'articulation de la politique monétaire et de la politique macro-prudentielle conformément au principe de Mundell devrait permettre, sinon d'éviter, du moins de limiter le développement d'une bulle alimentée par une explosion du crédit
9. Dans ce cadre, la politique monétaire doit être affectée en priorité au maintien de la stabilité des prix et conduite conformément aux principes d'une règle de Taylor simple. La politique macro-prudentielle doit être destinée à assurer la stabilité financière et reposer principalement, elle aussi, sur l'application d'une règle, par exemple l'imposition d'un ratio de capital contracyclique.
10. Les politiques monétaires menées par les grandes banques centrales ont des implications sur la liquidité internationale, les mouvements de capitaux et les marchés internationaux des matières premières et des produits de base. Cela renforce la nécessité d'une coordination internationale des politiques monétaires pour éviter le développement de déséquilibres financiers dans l'économie mondiale.

Chapitre 1

Gouvernance du Central Banking dans le G20

Au cours des vingt années qui ont précédé la crise, la gouvernance du *central banking* a évolué en direction du triptyque indépendance – transparence – responsabilité (section 1). C'est dans le cadre de cette architecture que doivent être examinées les principales questions soulevées par la crise (section 2).

1.1. Tendances observées avant la crise

Les banques centrales ont habituellement les responsabilités suivantes¹ : 1. Conduire de la politique monétaire, en étant autorisées à exercer la fonction de prêteur en dernier ressort (PEDR) dans certains cas exceptionnels ; 2. Assurer la stabilité financière (« éviter et limiter les paniques »), en ayant la possibilité d'exercer la fonction de PEDR de manière moins limitative que dans le cadre de la précédente mission ; 3. Superviser et réglementer les activités des banques, une mission de moins en moins exercée au sein même de la banque centrale, mais par l'intermédiaire d'agences ; 4. Assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlements, avec, ici aussi, la possibilité d'exercer la fonction de PEDR. La première correspond à leur mission relative à la stabilité monétaire ; les trois autres à celle qui est la leur en matière de stabilité financière. Aussi peut-on résumer l'ensemble de leur action en disant que « le thème central des fonctions d'une banque centrale contemporaine est d'assurer la stabilité – celle du pouvoir d'achat de la monnaie du pays et celle de son système financier »².

1.1.1 Triptyque indépendance – transparence - responsabilité

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. Ce modèle a notamment servi à établir le Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière publié par le FMI en vue de renforcer le système monétaire et financier international³.

Les pouvoirs importants délégués par l'Etat à la banque centrale en matière monétaire et financière peuvent influencer le bien-être social, notamment la répartition du revenu au sein de la société ainsi qu'entre les générations. Par conséquent, des garde-fous sont nécessaires pour qu'aucune menace de caractère politique n'entrave le bon exercice de ces pouvoirs.

La *transparence* est considérée comme une propriété essentielle de la bonne gouvernance d'une banque centrale. Elle signifie que les objectifs des politiques monétaire et financière, leur cadre juridique, institutionnel et administratif, les décisions qui en relèvent et les motifs de ces décisions, de même que les données et l'information qui y ont trait et les principes qui définissent l'obligation de rendre compte (responsabilité civique) des banques centrales sont présentés au public de manière compréhensible et accessible, en temps utile (FMI, 2000).

¹ Blinder, 2010

² Gerry Corrigan, ancien président de la Banque fédérale de réserve de New York, cité par Davies et Green (2010) p. 19.

³ FMI, 2000

De manière générale, quand, dans une démocratie, une fonction est déléguée par un gouvernement à une agence, celle-ci est responsable vis-à-vis du pouvoir exécutif ou du pouvoir législatif. La banque centrale étant investie d'une mission de service public, elle est, dans un pays démocratique, comptable de ses actes et doit être en mesure de s'expliquer et d'être évaluée. C'est ce qui est prévu par le *Code de bonnes pratiques* du FMI. En outre, cette responsabilité renforcerait l'efficacité de la politique : « *Comme ceux qui en sont chargés sont exposés à des sanctions, on peut s'attendre à ce qu'ils soient remplacés s'ils sont incompetents et qu'ils soient incités à mieux remplir les tâches qui leur sont confiées* »⁴. Cette *obligation de rendre compte* comporte généralement trois aspects : 1. contrôle par des tiers ; 2. comptes rendus d'activité réguliers ; 3. risque de répercussions négatives si les résultats sont jugés insuffisants⁵. L'exercice de la responsabilité se heurte à des difficultés si la banque centrale ne contrôle qu'imparfaitement les objectifs assignés à son action et/ou si les conséquences de ses décisions ne sont observables qu'avec un délai temporel important et variable et sont soumises à d'autres influences.

1.1.2 Mise en conformité de la gouvernance de la politique monétaire avec le modèle *ITR*

Au cours des vingt dernières années, la gouvernance de la politique monétaire a été mise en conformité avec le modèle *ITR*. Dans la plupart des pays, l'indépendance opérationnelle de la banque centrale prévaut de plus en plus avec, comme mission essentielle, la stabilité des prix sur la base d'objectifs chiffrés.

Si l'on considère les **objectifs de politique monétaire** des banques centrales du G20 figurant dans leurs statuts, le schéma général est le suivant (Archer et Bingham, 2010) : la stabilité des prix – ou son équivalent, la stabilité du pouvoir d'achat intérieur de la monnaie – est l'objectif dominant ; dans la plupart des cas, il s'agit d'un objectif unique ou qui prime sur les autres objectifs mentionnés ; lorsque ce n'est pas le cas, aucun objectif dominant n'est indiqué et une définition large de la valeur de la monnaie est utilisée en lieu et place (Inde). Certains pays font exception et ont un objectif légal dominant même s'il n'est pas lié aux prix : Afrique du Sud, Chine, Indonésie et Russie ; pour les deux premiers, la stabilité de la valeur de la monnaie est définie par la loi comme l'objectif unique, mais il n'est pas précisé clairement s'il s'agit de la valeur interne ou de la valeur externe.

Tableau 1.1 : Objectifs d'inflation actuellement en vigueur dans les économies du G20

| Pays | Objectif d'inflation | Officiel (C) / Officieux (O) Mesure de l'inflation |
|-----------------|--------------------------------------|---|
| Etats-Unis | 1,7 – 2 % | O ; Inflation structurelle (PCE) |
| Zone euro | < (proche de) 2 % | O ; IHPC |
| Japon | 0 – 2 % | O ; IPC |
| Chine | - | |
| Royaume-Uni | 2% | C ; IPC |
| Russie | Aucun | |
| Brésil | 4,5 ± 2 % | C ; IPCA |
| Canada | 1 – 3 % | C ; IPC |
| Inde | 8,5 % | O ; IPG |
| Mexique | 3 ± 1 % | O ; IPC |
| Australie | 2 – 3 % sur la durée du cycle | C |
| Corée du Sud | 2 – 4 % | O ; IPC |
| Turquie | 6,5 % (fin 2010) | O ; IPC |
| Indonésie | 5 ± 1 % | 0 |
| Arabie Saoudite | - | |
| Argentine | 15,5 % - 24,2 % croissance <i>M2</i> | |
| Afrique du Sud | 3 – 6 % | O ; IPC |

⁴ Mishkin, 2007

⁵ Geraats, 2010

Les objectifs de politique monétaire s'inscrivent généralement dans le cadre de mandats hiérarchiques : la politique monétaire doit être orientée en priorité vers la stabilité des prix ; si elle est réalisée, d'autres objectifs – par exemple, « *un niveau d'emploi élevé* » ou « *une croissance soutenable et non inflationniste* » – peuvent être poursuivis. La situation aux États-Unis est très différente : d'après les statuts de la Réserve fédérale, « *(son) Conseil des gouverneurs et le Comité fédéral de l'open market doivent assurer une croissance à long terme des agrégats de monnaie et de crédit compatible avec la croissance potentielle de la production, de façon à promouvoir le niveau d'emploi maximum, la stabilité des prix et des taux d'intérêt à long terme modérés* ». À l'évidence, ce dernier objectif ne peut être atteint que si la stabilité des prix est assurée ; aussi, en pratique, le mandat de la Fed est-il dual : elle a deux objectifs - stabilité des prix et emploi maximum – de même importance de sorte que des conflits sont possibles (voir le chapitre 3).

Les décisions de politique monétaire étant politiquement sensibles, les confier à un organisme indépendant est le meilleur moyen de les mettre à l'abri des pressions politiques. La plus grande **autonomie** conférée par rapport aux autorités politiques conférée aux banques centrales est l'un des traits les plus saillants de l'évolution du *central banking*. Sur le plan théorique, cette évolution a été justifiée par comme une solution au problème d'incohérence temporelle. La « *délégation* » de la politique monétaire à un banquier central indépendant aboutirait à une réduction du biais inflationniste résultant d'un manque de crédibilité de la politique monétaire. Cette justification a certes été discutée, mais, dans leur majorité, les économistes privilégient l'autonomie de la banque centrale pour surmonter le biais inflationniste. Dans son application, celle-ci est d'autant plus forte qu'elle combine l'indépendance en matière d'objectifs ainsi qu'en matière d'instruments⁶. Les travaux empiriques confirment la relation positive entre l'indépendance opérationnelle des banques centrales et les résultats obtenus en matière d'inflation et de production et donc, finalement, en termes de bien-être général⁷.

Trois conclusions principales se dégagent d'une analyse complète de l'autonomie des banques centrales portant sur 163 économies⁸ : 1. les banques centrales des pays industrialisés restent plus indépendantes, d'un point de vue tant politique qu'économique, que celles des autres régions ; 2. il existe une relation positive entre le degré d'indépendance de la banque centrale⁹ et le niveau de développement économique ; 3. à partir des années 1980 s'est amorcé un mouvement de renforcement de l'indépendance des banques centrales.

L'adoption d'**objectifs chiffrés** rigoureusement définis contribue à protéger les décisions de politique monétaire des influences politiques. Ils concernent une des trois variables suivantes : l'inflation, le taux de change ou la masse monétaire. Au cours des années 1990, le choix de la première l'a emporté. Le Tableau 1.1 fait apparaître que la quasi-totalité des banques centrales du G20 affichent aujourd'hui des objectifs d'inflation quantifiés ; l'Arabie Saoudite, la Russie et la Chine sont les seules exceptions. Ces objectifs sont officiels là où le « *ciblage* » de l'inflation est en vigueur : économies développées de « *petite* » ou « *moyenne* » dimension (Australie, Canada, Royaume-Uni) ; économies émergentes (Corée du Sud, Indonésie, Brésil, Mexique, Turquie, Afrique du Sud). Ils le sont aussi pour la zone euro, mais restent « *officiels* » aux États-Unis et au Japon ainsi en Inde. Dans les économies développées, ils sont fixés au voisinage de 2% ; ils sont plus élevés et variables dans les économies émergentes où ils se situent dans une fourchette comprise entre 3% (milieu de la fourchette retenue par la Corée du Sud) et 6,5 % (Turquie), voire au-dessus (8,5 % en Inde). Comme les mesures de politique monétaire mettent du temps avant d'influencer l'activité économique et les prix, l'objectif quantifié de hausse des prix est établi sur le moyen terme.

⁶ Fisher, 1995

⁷ King, 2001

⁸ Arnone et al., 2007

⁹ Il est mesuré par l'indicateur mis au point par Grilli, Masciandaro et Tabellini, 1991

La conduite de la politique monétaire a longtemps été dominée par le goût du secret. Cela partait de l'idée qu'elle serait d'autant plus efficace qu'elle ne serait pas anticipée. Sa portée et sa teneur dépendent du régime de politique monétaire et de la stratégie retenue. Si c'est le « ciblage » de l'inflation, l'exigence de **transparence** est particulièrement forte : pour asseoir sa crédibilité, la banque centrale doit donner des informations et des analyses détaillées sur la cible visée et les performances. Si c'est un ancrage du taux de change, la diffusion de certaines informations peut être restreinte pour limiter le risque de perturbation des marchés. Une plus grande transparence de la politique monétaire favorise des conditions propices aux meilleurs résultats économiques de sorte que les banques centrales gagnent en crédibilité. Celle-ci peut être acquise plus rapidement si le public dispose d'informations suffisantes lui permettant d'évaluer la cohérence des politiques et leur mise en oeuvre ainsi que le lien entre les mesures adoptées et les objectifs.

Au cours des dix années qui ont précédé la crise, les banques centrales ont fait des efforts dans ce domaine et elles sont devenues dans l'ensemble assez ouvertes (BRI, Rapport annuel, 2004, p. 77). On observe une grande homogénéité dans certains critères de transparence, tels qu'objectifs explicites et annonces des décisions (par communiqué de presse, par exemple). En outre, la plupart des banques centrales publient désormais régulièrement des analyses détaillées de la situation et des perspectives de l'économie. Il y a cependant une moindre homogénéité quant au niveau de détail et au délai de présentation des motivations de leurs décisions ; cela s'applique notamment aux procès-verbaux des réunions, que certaines banques centrales ne publient d'ailleurs pas.

Tout comme l'autonomie, la transparence reste difficile à mesurer. Un indice a été mis au point auquel on fait habituellement référence aujourd'hui¹⁰. Il est construit en fonction de la disponibilité de l'information pertinente pour la conduite de la politique monétaire et prend en compte les dimensions politique, économique, procédurale et opérationnelles de la transparence¹¹ ; il peut prendre des valeurs allant de 0 à 15. Il est disponible pour 37 pays, à la fin des années 1990 en 2006. Si on examine son évolution dans les différentes régions du monde (Graphique 1), un mouvement généralisé vers une plus grande transparence de la politique monétaire semble se dessiner au cours de la période précédant la crise¹². Cette évolution d'ensemble masque toutefois des différences importantes : si les progrès réalisés ont été significatifs dans les économies développées, il n'y a pas eu de changement notable dans les économies émergentes et en développement. S'agissant de la BCE, on note que sa transparence est meilleure que celles des banques centrales des 12 premiers pays membres de la zone euro mais qu'elle reste en deçà de la moyenne des économies ayant un objectif chiffré de hausse des prix.

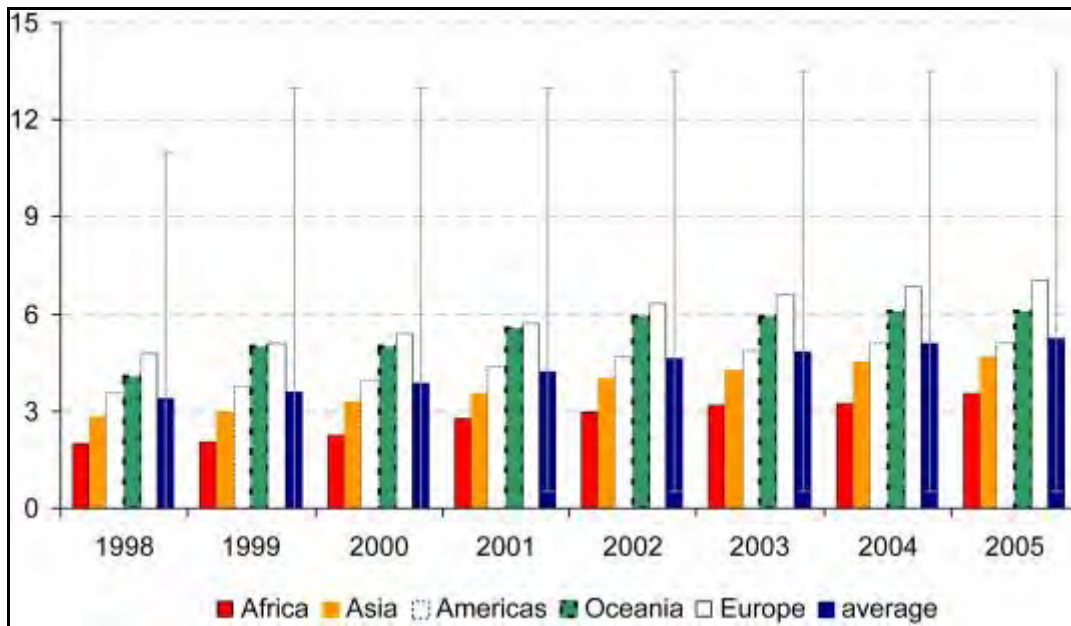
En 2005, la situation était la suivante : la *Reserve Bank of New Zealand*, la *Swedish Riksbank* et la *Bank of England* étaient les plus transparentes ; venaient ensuite la *Bank of Canada*, la Banque centrale européenne et la *Federal Reserve* ; la *Reserve Bank of Australia*, la *Bank of Japan* et la *Swiss National Bank* étaient « les mauvais élèves ».

¹⁰ Eijffinger et Geraats, 2006

¹¹ *Transparence politique* : clarté du mandat légal de la banque centrale ; *Transparence économique* : publication des données statistiques, des modèles et des prévisions utilisées par la banque centrale pour prendre ses décisions ; *Transparence procédurale* : communication d'une stratégie de politique monétaire explicite ainsi que de l'information sur la prise de décision ; *Transparence politique* : annonce et explication régulières des décisions de politique monétaire et indications sur les actions probables dans le futur ; *Transparence opérationnelle* : discussion portant sur les chocs économiques et les erreurs de politique susceptibles d'affecter sa transmission.

¹² Mais Crowe et Meade (2008) trouvent que, globalement, la transparence n'a pas augmenté de manière significative depuis la fin des années 1990.

Graphique 1.1 : Evolution de la transparence des banques centrales



Source : van der Crujsena, Eijffinger et Hoogduina (2010)

Il ressort de l'analyse théorique qu'une meilleure transparence a des conséquences macro-économiques ; mais elles varient d'un modèle à l'autre et il est difficile de tirer des conclusions générales à ce sujet. La transparence est bénéfique quand les asymétries d'information sont une source d'inefficiences ; en revanche, elle peut être coûteuse si la banque centrale peut les compenser en utilisant l'avantage dont elle dispose en matière d'information. La théorie ne permet donc pas de dire quel est le niveau optimal de transparence¹³ et seule l'analyse empirique permet aujourd'hui d'en avoir une idée.

Le dernier élément du triptyque – la **responsabilité** – a été moins étudié que les deux autres. Il n'existe pas d'indicateur global, analogue aux deux précédemment utilisés, permettant de dire quelle est la situation de chaque banque centrale en la matière et de les comparer. C'est sans doute parce que l'on estime généralement que transparence et responsabilité vont de pair et que la première est le meilleur moyen de garantir la seconde. Par ailleurs, si, au vu de tous les éléments précédents, il n'est pas exagéré de dire que la gouvernance de la politique monétaire s'est partout rapprochée du modèle *ITR*, cela ne veut pas dire que sa généralisation ne s'est pas accompagnée de la prise en compte des spécificités nationales ou régionales. En particulier, l'évolution n'a pas été la même dans les économies industrielles développées et dans les économies émergentes et en développement. Cela s'explique en particulier par la différence de développement du système bancaire et financier et le caractère plus fragile des canaux de transmission de la politique monétaire dans celles-ci¹⁴.

¹³ Blinder *et al.*, 2008

¹⁴ Kempf et Lantieri, 2008

1.1.3 Problèmes rencontrés pour mettre la gouvernance de la politique financière en accord avec le modèle ITR

Les banques centrales qui ont la **responsabilité de jure** de la politique financière constituent une minorité. Parmi celles-ci, très peu ont un objectif explicite en la matière ; par exemple, en Chine, la Banque populaire « *doit... prévenir et atténuer les risques financiers et préserver la stabilité financière* ». Si c'est le cas, leur degré de responsabilité dans la réalisation de cet objectif reste conditionnel et vague : « *promouvoir un système financier sûr, stable ou solide* » (Turquie) ou, simplement, « *contribuer* » à la stabilité financière ou aux initiatives de toute autre autorité chargée d'un objectif de stabilité financière (Australie, Eurosysteme, Japon, Suisse)¹⁵. Toutefois, comme on le voit dans le Tableau 1.3, la plupart d'entre elles estiment avoir une **responsabilité de facto** en la matière.

Tableau 1.3 : Rôle des banques centrales dans la stabilité financière

| Banque centrale | Ensemble des économies | Economies développées | Autres |
|---|------------------------|-----------------------|--------|
| Ayant une responsabilité <i>de jure</i> | 3 % | 9 % | 2 % |
| Responsabilité <i>de facto</i> déduite | | | |
| - des objectifs de politique monétaire | 34 % | 89 % | 18 % |
| - des fonctions relatives au système de paiement | 10 % | 26 % | 5 % |
| - de la fonction de supervision du système bancaire | 8 % | 20 % | 4 % |
| - autre interprétation | 12 % | 26 % | 8 % |
| Paiements extérieurs | 5 % | 17 % | 1 % |
| Supervision des banques | | | |
| Supervision de l'ensemble des institutions financières | 100 % | 100 % | 100 % |
| Publication d'un rapport sur la stabilité financière | 47 % | 34 % | 51 % |
| Existence d'un service distinct de stabilité financière | 16 % | 11 % | 18 % |
| Existence d'un service distinct de stabilité financière | 29 % | 77 % | 15 % |
| Responsabilité générale clairement précisée | 32 % | 83 % | 17 % |
| Responsabilité en matière de stabilité financière clairement précisée | 45 % | 63 % | 40 % |
| | 2 % | 6 % | 1 % |

Source : Cihak (2010)

Considérés à travers leurs statuts, les **objectifs de la politique financière des banques centrales** restent très vagues. C'est vrai dans les économies industrielles avancées et, encore plus, dans les économies émergentes (cf. la définition de chacune des missions de la PBOC). Les définitions que l'on peut trouver par ailleurs, par exemple dans les revues de stabilité financière ne sont pas plus précises. Comme c'est souvent le cas, la stabilité financière est ici définie en faisant référence à son contraire, l'instabilité financière, elle-même caractérisée par une série de dysfonctionnements dont la liste n'est pas exhaustive et qu'il est plus ou moins facile de diagnostiquer. Par exemple, une interruption dans le fonctionnement d'un système de paiement est aisément identifiable mais comment savoir si une bulle s'est constituée ? si les variations des prix de certains actifs ou

¹⁵ Archer, 2010

l'emballlement du crédit sont excessifs ? si la défaillance d'une institution financière est la conséquence de problèmes d'illiquidité ou d'insolvabilité ?

S'agissant de leur **autonomie** en la matière, les banques centrales exercent leur(s) mission(s) financière(s) en relation et en collaboration avec d'autres organismes de contrôle et de surveillance. Dans ces conditions, elles n'ont pas dans ce domaine l'autonomie qui est la leur pour la politique monétaire. S'agissant de la **transparence**, il est difficile de définir des critères de performance quantitatifs pertinents pour ces missions et les objectifs correspondants ; aussi ne sont-ils pas associés habituellement à des objectifs formels. S'agissant enfin de l'**obligation de rendre compte**, le critère de performance se limite au respect de procédures appropriées¹⁶.

Différents arguments peuvent être avancés à l'appui de la thèse selon laquelle l'autonomie de la banque centrale favorise la stabilité financière¹⁷. Une plus grande autonomie vis-à-vis des pressions politiques permettrait une intervention plus précoce et plus décisive pour éviter que des déséquilibres financiers ne débouchent sur une crise¹⁸. Quand celle-ci a éclaté, les mécanismes de prise de décision et les incitations au sein de la sphère politique pourraient conduire à une réaction trop tardive.¹⁹

Une banque centrale sous tutelle, si elle est responsable de la supervision micro-prudentielle, aura plus de mal à imposer les ajustements nécessaires de la part d'institutions financières fragiles en raison des pressions politiques qu'elle subira²⁰. Elle sera sans doute amenée aussi à apporter plus facilement son concours à des institutions financières en détresse ce qui accroît le risqué d'aléa de moralité.

Tout comme la politique monétaire, la politique financière serait confrontée à un problème d'incohérence temporelle²¹. Face à l'instabilité financière l'autorité responsable peut se montrer "*inflexible*" ou "*laxiste*". Si elle peut convaincre les marchés de son « *inflexibilité* », dans l'éventualité de tensions financières, elle est incitée à se montrer « *laxiste* » : les coûts supportés à court terme seront moins élevés. Si les anticipations sont rationnelles, les autres acteurs ne croient pas à la déclaration initiale. Le problème est le même que pour la politique monétaire et seul un engagement crédible permet de le résoudre. Déléguer la responsabilité du maintien de la stabilité financière à une banque centrale indépendante, en mettant à sa tête un responsable connu pour sa forte aversion à l'instabilité financière, pourrait être la solution.

Une **évaluation d'ensemble** de la gouvernance des banques centrales dans le domaine de la politique financière pour les pays de l'OCDE, avant la crise a été proposée à partir de trois critères²² : 1. ses fondements juridiques ; 2. la transparence saisie à travers la fourniture d'informations sur la stabilité financière ; 3. la relation formelle unissant le mandataire (la banque centrale) à son mandant. Deux conclusions ressortent : dans la plupart des économies de l'OCDE, la loi n'assigne pas d'objectif clair aux autorités chargées de la supervision financière ; 2. généralement, il n'existe pas de dispositions précises en vue d'assurer la responsabilité des banques centrales en matière de stabilité financière.

¹⁶ Gerats, 2010

¹⁷ Klomp et de Haan, 2009

¹⁸ Čihák, 2007

¹⁹ Alesina et Drazen, 1991

²⁰ Čihák, 2006

²¹ Čihák, 2010

²² De Haan et Oosterloo (2006)

Un indicateur offrant une évaluation d'ensemble de la politique financière - sur la base de dispositions légales relatives à l'autonomie, à la transparence et à la responsabilité - a été construit²³. Globalement, la place accordée à la banque centrale ne semble pas avoir d'incidence sur la gouvernance : le rating est indépendant de la localisation des superviseurs. Mais on peut noter que : 1. les superviseurs localisés à l'intérieur de la banque centrale bénéficient d'une plus grande autonomie alors même que les dispositions visant à assurer leur responsabilité en matière financière sont moins élaborées²⁴ ; 2. la diversité des situations nationales est plus forte en matière d'autonomie qu'en matière de responsabilité ; les avis quant aux bénéfices de la première seraient donc partagés et la responsabilité se verrait accorder plus d'importance²⁵.

Au total, il apparaît que les tendances observées au cours des vingt années ont conduit à mettre la gouvernance de la politique monétaire plus ou moins en conformité avec le triptyque indépendance – transparence – responsabilité, alors que celle de la politique financière en est restée très éloignée (Tableau 1.4).

Tableau 1.4 : Comparaison des gouvernances de la politique monétaire et de la politique financière

| | Politique monétaire | Politique financière |
|---|-----------------------------------|--|
| Définition générale | Claire | Ensemble de définitions |
| Définition opérationnelle | Claire (objectif chiffré) | Non spécifiée |
| Fondements juridiques du rôle de la banque centrale | Précisés par la loi / les statuts | Interprétation de la loi / des statuts |
| Etendue de la responsabilité de la banque centrale | Responsabilité totale | Responsabilité partielle / partagée ; frontières exactes parfois pas précisées |
| Interventions | Régulières et très fréquentes | Ponctuelles |
| Recherche | Avancée | En développement |

Source : Cihak (2010)

1.2 Questions soulevées par la crise

1.2.1 Quelle part de responsabilité de la gouvernance dans la crise ?

Les grands principes d'organisation de la gouvernance des banques centrales sont indépendants de son environnement macro-économique et institutionnel. La crise ne les remet pas en cause. En particulier, s'il est difficile d'indiquer avec précision quel est le **degré optimal d'autonomie de la banque centrale** à l'égard du politique, il est largement admis qu'il doit être élevé, aussi bien *de jure* (dans les statuts) que *de facto* (indépendance effective), en particulier dans ses relations économiques avec le gouvernement (prohibition ou, au moins, limitation et réduction du financement monétaire)²⁶. Sur ce point, le principal enseignement des études récentes consacrées à cette question est clair : rien ne doit être changé²⁷

²³ Quintyn, Ramirez and Taylor, 2007

²⁴ Pour Quintyn *et al*, *op. cit.*, cela pourrait s'expliquer par l'accent mis sur leur responsabilité en matière monétaire

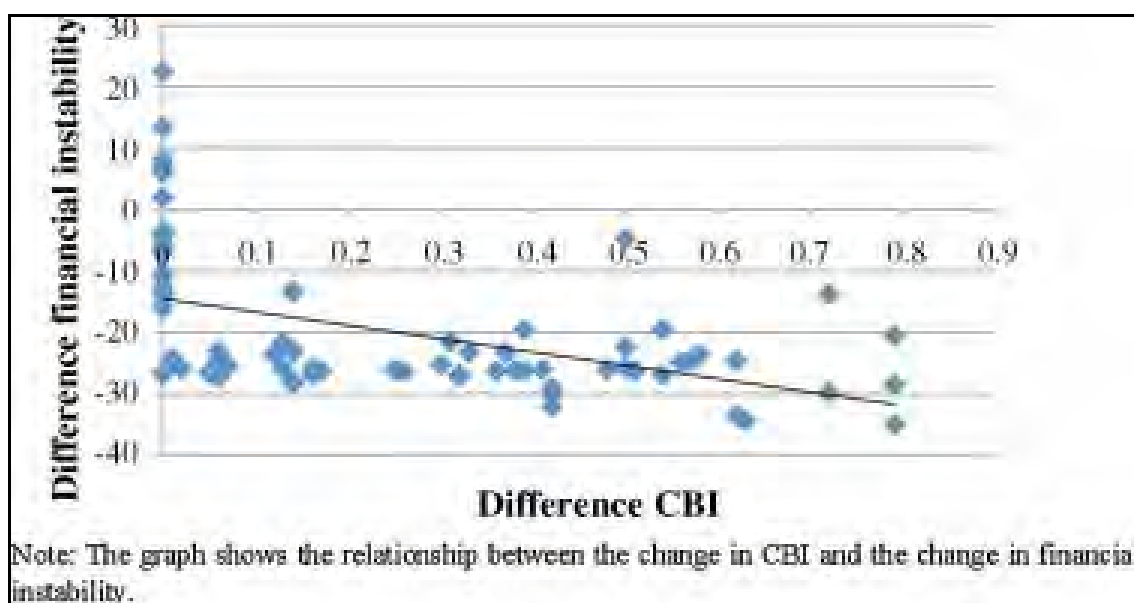
²⁵ Masciandaro, Quintyn et Taylor, 2008

²⁶ Kempf et Lantieri, 2008

²⁷ de Haan, Masciandaro et Quintyn, 2008

L'autonomie pourrait-elle présenter un danger pour la stabilité financière ? Cette question fait l'objet d'une étude portant sur un grand nombre d'économies, pour la période 1985 – 2005²⁸. La relation entre les variations enregistrées dans l'autonomie de la banque centrale et le degré d'instabilité financière – mesuré par un indice prenant en compte non seulement les crises bancaires mais aussi l'instabilité dans d'autres parties du système financier - est représentée sur le Graphique 1.2. Elle fait l'objet d'estimations économétriques au moyen de modèles dynamiques où des variables de contrôle sont introduites. S'en dégage une relation négative significative robuste entre les deux variables ; Par conséquent, l'autonomie de la banque centrale favoriserait non seulement la réalisation de la stabilité des prix, mais aussi le maintien de la stabilité financière. D'autres conclusions ressortent : 1. l'instabilité financière serait moins grande dans les pays où la banque centrale a un mandat explicite en matière de supervision financière ; 2. l'instabilité financière dépend d'autres variables influencent : une croissance plus élevée du PIB la réduit ; la libéralisation financière, l'instabilité politique et les défaillances du cadre juridique l'accroissent.

Graphique 1.2 : Indépendance et stabilité financière



Source : Klomp et de Haan (2009)

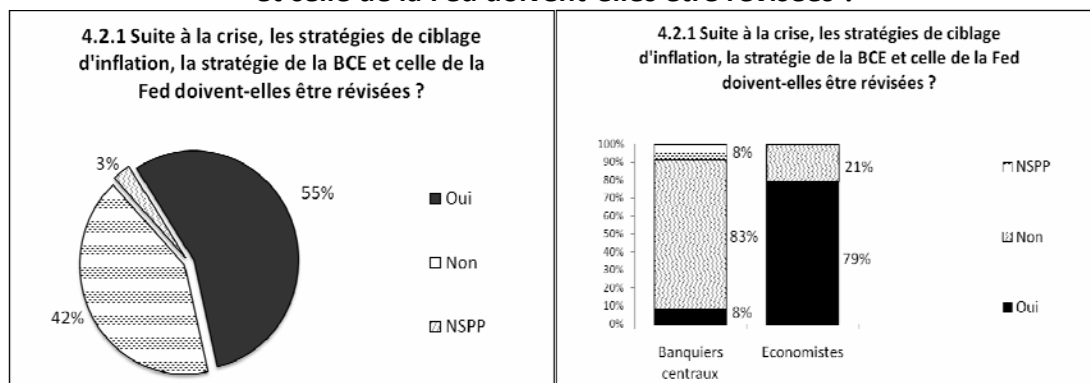
1.2.2 Quels aménagements de la politique monétaire pour l'après-crise ?

S'agissant de la **stratégie de politique monétaire**, si quelques banquiers centraux se déclarent favorables à une révision de celles de la BCE et de la Fed, la majorité des universitaires la trouverait opportune²⁹.

²⁸ Klomp et de Haan, 2009

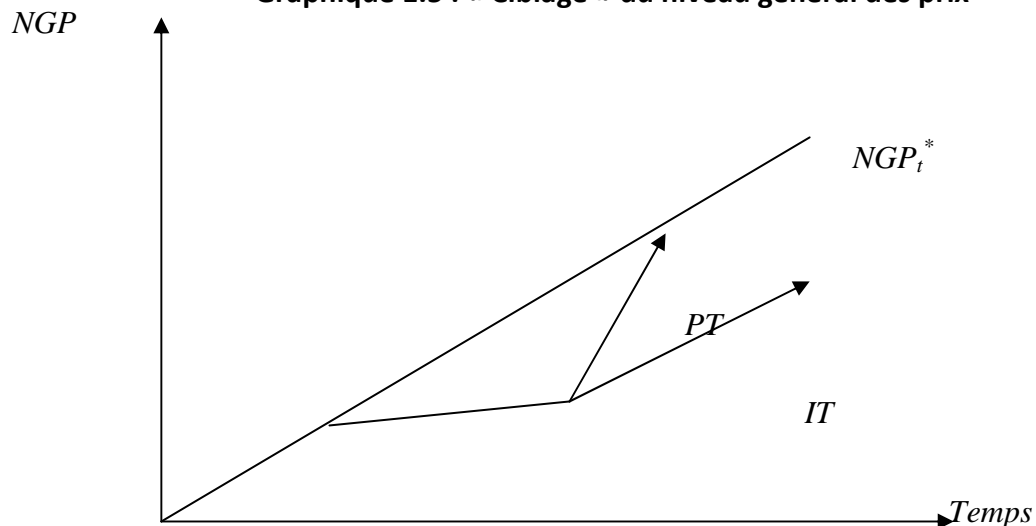
²⁹ Pour parer au biais déclaratif des réponses au questionnaire, on ne cite pas, tout au long de cette partie, de pourcentage précis, mais on utilise des qualificatifs à caractère général : < 33 % : « peu / quelques uns » ; > 33 % : « beaucoup » ; > 50 % : « la plupart / la majorité » ; > 66 % : « une majorité sensible » ; > 85 % : « presque tous ». Ces seuils correspondent à la pratique courante (voir, par exemple, le Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière » du FMI (note 13).

Extrait du questionnaire : question 4.2.1.
Suite à la crise, les stratégies de ciblage d'inflation, la stratégie de la BCE et celle de la Fed doivent-elles être révisées ?



Le « *ciblage* » de l'inflation pourrait être remplacé par celui du niveau général des prix (PT). Avec le PT, la banque centrale annonce que sa politique de taux a pour objectif de maintenir, à moyen/long terme, le NGP le long d'une trajectoire affichée à l'avance correspondant, par exemple, à un taux d'inflation moyen de 2 %. La principale différence avec l'IT et le PT de l'inflation est la suivante : avec l'IT, si l'inflation observée est au-dessous de la cible, la banque centrale ne cherche pas à corriger l'écart constaté ("*lets bygones be bygones*") ; avec le PT, elle s'efforce de ramener le niveau général des prix sur le sentier désiré (Graphique 1.5).

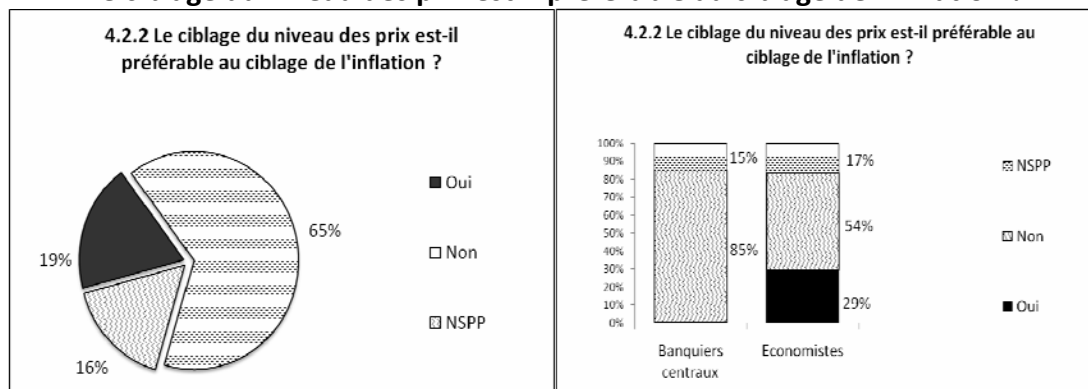
Graphique 1.5 : « Ciblage » du niveau général des prix



Au moment où les réponses au questionnaire ont été données, c'est-à-dire au début de l'année 2010, cette proposition avait peu de partisans aussi bien du côté des banquiers centraux que chez les universitaires. A ce moment-là, il semblait que la sortie de crise était une affaire entendue ; les banques centrales avaient elles-mêmes commencé à faire des déclarations dans ce sens à compter de l'été 2009. Il est bien vite apparu que ce diagnostic était trop optimiste. L'adoption, à titre transitoire, du ciblage du niveau général des prix fait partie des solutions qui ont alors été avancées pour faire face à l'aggravation de la situation (Woodford, 2010).

Extrait du questionnaire : question 4.2.2.

Le ciblage du niveau des prix est-il préférable au ciblage de l'inflation ?



S'agissant de l'objectif chiffré d'inflation, la proposition consistant à le relever à 4 % dans les économies développées, avancée par Blanchard *et al.* (2010) est l'une des plus débattues. Les défenseurs d'une politique monétaire visant à « cibler » les prix des actifs (cours boursiers ; taux de change ; prix immobiliers ; etc.) sont rares. Beaucoup plus nombreux sont ceux qui proposent d'en intégrer certains dans la mesure du niveau général des prix. Cette proposition a des fondements théoriques solides³⁰ d'où il ressort que cette mesure doit intégrer non seulement les prix des biens de consommation présents, mais aussi ceux des biens de consommation futurs. Ceux-ci ne sont pas observables directement mais les prix des actifs en donneraient une bonne approximation. Sans parler de les prendre tous en compte, ce qui serait difficile, ne pourrait-on pas, au moins, incorporer les prix de l'immobilier dans l'indice du coût de la vie ?

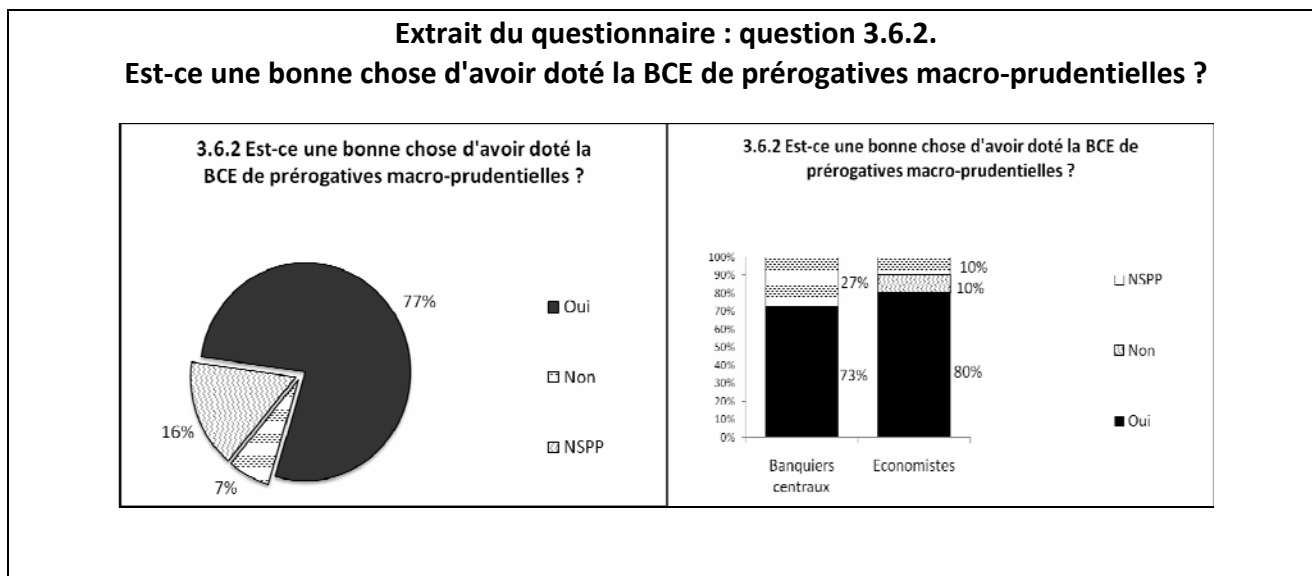
S'agissant de la politique de taux d'intérêt, avec l'IT, elle est influencée par l'évolution des prix des actifs si, et seulement si, celle-ci est susceptible d'influencer l'activité économique et les prix à travers ses conséquences sur la demande (effet richesse). Indépendamment de cela, la banque centrale pourrait-elle leur accorder un rôle plus important en « naviguant » parfois à « contre-courant » (« *leaning against the wind* »), par exemple en relevant ses taux directeurs en l'absence de risque inflationniste à l'horizon habituellement retenu (2 ou 3 ans) ? Au départ, dans la stratégie monétaire à deux piliers de la BCE, le second était uniquement destiné à établir une prévision d'inflation au-delà de l'horizon adopté dans le premier pilier ; il consistait donc dans un suivi des agrégats de monnaie. Au fil du temps, il a accordé de plus en plus d'importance à la surveillance du crédit en mettant en avant des considérations relatives à la stabilité financière. On propose parfois de généraliser le recours à ce second pilier ainsi « revisité » et même d'en renforcer l'importance dans la conduite de la politique monétaire.

Il n'est généralement pas possible de maintenir à la fois la stabilité monétaire et la stabilité financière en utilisant seulement la politique de taux d'intérêt. Son niveau correspondant à la réalisation de l'objectif d'inflation peut être différent de celui exigé pour faire face aux déséquilibres financiers (par exemple, des bulles sur les prix d'actifs). Aussi la nécessité d'appliquer le principe de Tinbergen en ayant un instrument supplémentaire, la **politique macro-prudentielle**, est-elle largement reconnue.

Dans le cadre des réformes financières, la plupart des pays du G7 ont pris des mesures allant dans ce sens (créations du Conseil européen du risque systémique pour l'Union européenne, du

³⁰ Cf. les travaux d'Irving Fisher sur la théorie quantitative de la monnaie – dans la version qu'il en propose la définition du niveau général des prix retenue est très large car elle incorpore ceux des transactions financières – ou, plus près de nous, ceux d'Alchian et Klein (1973) sur la mesure optimale de l'inflation

Financial Policy Committee au Royaume-Uni ou encore du *Financial Stability Oversight Council* aux Etats-Unis). Si l'on prend le cas de la BCE, une majorité sensible d'économistes (80 %) et de banquiers centraux (73%) approuve cette évolution.



« Avec un objectif supplémentaire, à savoir la “gestion” de l'évolution du crédit et/ou des prix des actifs afin d'éviter l'instabilité financière, il est nécessaire de disposer d'un instrument supplémentaire qui attaque plus directement le problème à sa source. C'est ce que la politique macro-prudentielle est supposée faire »³¹. La dimension macro-économique de cette politique prudentielle est cruciale en raison de l'existence d'externalités ignorées par la politique micro-prudentielle : « passer d'une forme de supervision institution par institution à une autres soucieuse de la stabilité de l'ensemble du système financier est une nécessité »³². Pour aller dans ce sens, différentes propositions ont été faites. Celles de la NYU-Stern³³, des auteurs du *Geneva Report* sur le sujet³⁴ et du Groupe des Trente³⁵ sont les plus débattues.

Si le principe général d'une politique *macro-prudentielle* est acquis, il reste à la rendre opérationnelle. Cela soulève toute une série de questions relatives à sa transparence procédurale, sans parler de celles portant sur la responsabilité de l'autorité responsable :

- Quel(s) objectif(s) ? La transparence de la politique financière, en général, et celle de la politique *macro-prudentielle*, en particulier, restent très en deçà de celle de la politique monétaire. Par exemple, dans le cadre de la réforme décidée par le nouveau gouvernement britannique, la mission de la Banque d'Angleterre relative à la stabilité monétaire reste clairement définie en relation avec le « ciblage » de l'inflation – cf. « *Core Purpose 1 - Monetary Stability* » -, cela est beaucoup moins vrai pour son rôle en matière de stabilité financière - cf. « *Core Purpose 2 - Financial Stability* »³⁶. Un certain nombre de

³¹ Bean et al., 2010

³² Bernanke, 2010

³³ Acharya et al. 2009

³⁴ Brunnermeier et al., 2009

³⁵ Group of Thirty, 2009

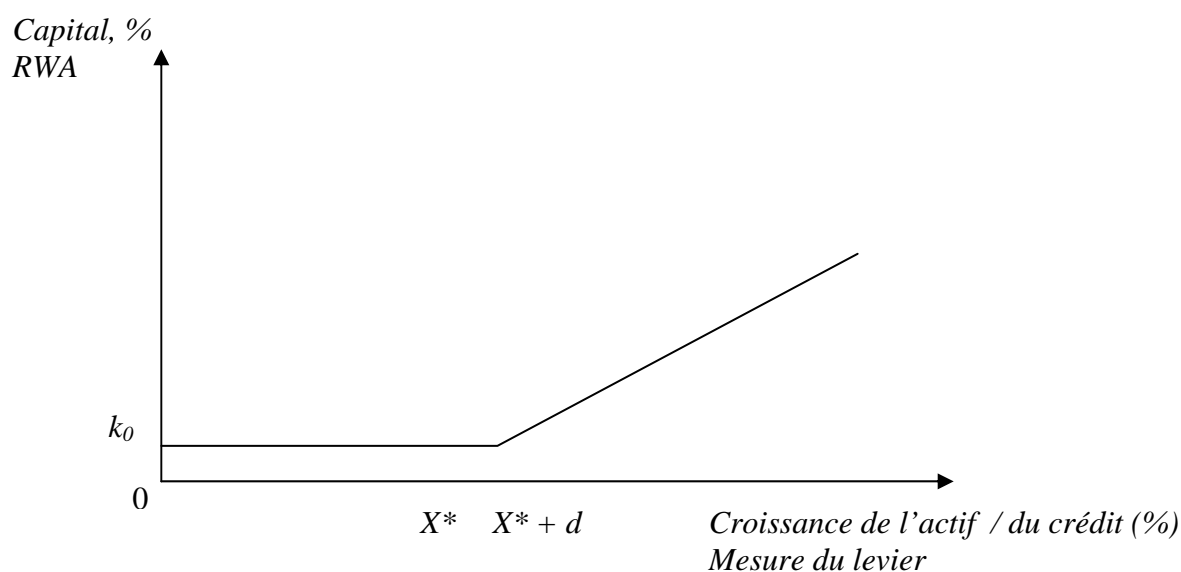
³⁶ “*Core Purpose 1 Monetary Stability: Monetary stability means stable prices and confidence in the currency. Stable prices are defined by the Government’s inflation target, which the Bank seeks to meet through the decisions delegated to the Monetary Policy Committee, explaining those decisions transparently and implementing them effectively in the money markets. Core Purpose 2 Financial Stability: Financial stability entails detecting and reducing threats to the financial system as a whole. Such threats are detected through the Bank’s surveillance and market intelligence functions. They are reduced by strengthening infrastructure, and by*

propositions ont été faites pour aller plus loin : faire éclater les « bulles » associées à un boom du crédit (Frederic Mishkin) ; « renforcer la résilience du système bancaire » (Paul Tucker).

- Quels instruments ? L'utilisation ratios de liquidité et/ou celles de ratios de capital sont celles qui reviennent le plus souvent.
- Quels indicateurs ? Pour la BRI, la variable idéale constituerait à la fois un indicateur avancé des tensions financières en phase d'expansion et un indicateur courant des tensions lorsqu'elles se matérialisent³⁷.
- Quels principes ? Il serait souhaitable que la politique *macro-prudentielle* soit transparente et prévisible tout en conservant une certaine flexibilité. La proposition la plus courante consiste dans l'application d'un ratio de capital « *anticyclique* ».

Les grandes lignes de la politique *macro-prudentielle* pourraient être les suivantes³⁸ : 1. au niveau macro-économique : construction d'indicateurs macro-financiers du risque systémique, par exemple la croissance du crédit ou celle de l'actif des banques ou encore une mesure du levier (en abscisses sur le Graphique 1.6) ; définition du niveau souhaitable de cet indicateur (X^*), avec une marge reflétant l'incertitude (d) ; 2. au niveau micro-économique : si une banque dépasse la limite supérieure correspondant à $X + d$, son ratio portant sur les encours pondérés (*RWA*) est porté au-dessus de la valeur réglementaire retenue dans les accords de Bâle et augmente régulièrement avec X ³⁹.

Graphique 1.6. : Principe d'une règle *macro-prudentielle*



financial and other operations, at home and abroad, including, in exceptional circumstances, by acting as the lender of last resort" (Bank of England, 2010).

³⁷ Rapport annuel, juin 2010 p. 105 (http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2010_7_fr.pdf) ; la BRI ajoute qu' « il se pourrait qu'une telle variable n'existe pas ».

³⁸ En reprenant les propositions avancées par Goodhart et Persaud (2008) ou Persaud (2009) ; à ce sujet, voir Andreopoulos, 2010

³⁹ Par exemple, avec $k_0 = 8\%$, $X^* = 10\%$, $d = 2\%$ et $\Delta k = 0,5 * \Delta X$, une banque dont la croissance des crédits atteint 12% voit son RWA porté à 9 %.

Mais « *le diable est dans les détails* ». Le passage des grands principes à la mise en œuvre soulève un grand nombre de questions. Quelle est la valeur de X^* pour l'ensemble de l'économie ? et, a fortiori, quelle est-elle pour la banque individuelle ? En l'état actuel des connaissances, il est difficile d'y répondre. D'où la suggestion de s'en remettre en attendant à des instruments comme le système de provisionnement dynamique ou encore le calcul des exigences en capital non plus à partir de la situation observée mais sur la base des résultats de *stress tests*⁴⁰.

1.2.3 Comment articuler politiques monétaire et *macro-prudentielle* ?

A cela s'ajoute la question difficile de la combinaison optimale entre politique monétaire et politique *macro-prudentielle*. Partout, elle continue de susciter des débats animés auxquels participent banquiers centraux et universitaires⁴¹. Ils ne sont pas près d'être clos. L'évidence les interactions entre les deux politiques sont nombreuses. D'un côté, la politique monétaire influence les prix des à travers les taux d'intérêt et le développement de bulles peut créer un risque systémique, notamment si elles s'accompagnent d'un emballement du crédit. En outre, la politique monétaire affecte à travers différents mécanismes l'acquisition d'actifs par les « *leveraged intermediaries* »⁴² ainsi que la qualité de ces actifs⁴³. De l'autre côté, une nouvelle politique *macro-prudentielle* devrait avoir des conséquences sur l'ensemble de l'économie - ne serait-ce qu'à travers la modification du comportement des banques en matière d'offre de crédit - sans que l'on sache très bien quelle pourrait en être l'ampleur. Les autorités en ont bien conscience et reconnaissent la nécessité d'une phase transitoire pour la mise en place de telles mesures.

La réponse la plus ambitieuse aux problèmes soulevés par les interactions entre politique monétaire et politique *macro-prudentielle* consiste dans leur coordination. Cela demande non seulement d'en confier la responsabilité des deux à la banque centrale, mais aussi de ne pas séparer la prise de décision dans les deux domaines. Il est difficile d'adopter cette solution en conservant le modèle ITR. Cela rendrait extrêmement difficile l'exercice de l'autonomie de la banque centrale, pourrait nuire à la transparence de son action et compliquerait sérieusement le contrôle de son action. Dans ces conditions, actuellement, la réponse la plus réaliste consiste à s'en tenir au principe d'affectation des instruments : dans les situations où le « *first best* » - la coordination - est difficile à mettre en place, il est plus réaliste de se contenter du « *second best* » consistant à affecter chaque instrument à la réalisation de l'objectif pour lequel il est le plus performant. Conçu au départ pour traiter les interactions entre politique monétaire et politique budgétaire en vue d'atteindre simultanément l'équilibre interne et l'équilibre externe⁴⁴, il suffit d'élargir le champ d'application de ce principe à la combinaison politique monétaire – politique *macro-prudentielle* : si l'on veut assurer à la fois la stabilité des prix et la stabilité financière, il est préférable d'assigner le premier objectif à celle-là et le second à celle-ci. Cela ne veut pas dire qu'il y a une séparation entre les deux. La conduite de la politique monétaire doit tenir compte des conséquences, dans son propre domaine, de la politique *macro-prudentielle* – par exemple de ses effets sur l'offre de crédit et, plus généralement, sur l'ensemble des mécanismes de transmission – et *vice versa*⁴⁵. Par ailleurs, dans les situations où les deux objectifs sont complémentaires, la politique monétaire, en cherchant à assurer la stabilité monétaire, est amenée à apporter aussi sa contribution à la stabilité financière.

⁴⁰ Un instrument dont on a bien vu les limites dans le cas des banques européennes en 2010.

⁴¹ Voir, par exemple, le séminaire organisé conjointement par le FMI et la Banque fédérale de réserve de Chicago « *Macroprudential Regulatory Policies: The New Road to Financial Stability?* », septembre 2010, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/fed/index.htm>

⁴² Adrian et Shin, 2009 ; Bean et al., 2010

⁴³ Maddaloni, Peydró et Scopei, 2009

⁴⁴ Mundell, 1962

⁴⁵ Bank of England, 2009 ; Yellen, 2010

Conclusion

Les principales conclusions de ce chapitre sont les suivantes (Graphique 1.7) : 1. La gouvernance de l'action des banques centrales doit rester organisée autour du triptyque indépendance – responsabilité – transparence ; 2. La politique monétaire ne peut se voir confier d'assurer à elle seule, outre ses deux objectifs traditionnels – la stabilité monétaire et la stabilisation de l'activité économique –, la stabilité financière.; 3. La politique *macro-prudentielle* est donc une nécessité (application du principe de Tinbergen) ; 4. On s'accorde aujourd'hui sur ses grandes lignes, notamment son articulation autour d'un ratio de capital *contracyclique* ; 5. Mais, les nombreux problèmes posés par sa mise en œuvre sont loin d'être résolus ; 6. Plutôt que d'envisager une coordination totale entre politique monétaire et politique *macro-prudentielle*, il vaut mieux s'en tenir à un pis-aller consistant à affecter à chaque politique la réalisation de l'objectif pour lequel elle est la mieux adaptée (application du principe de Mundell) ; 7. La politique monétaire doit rester orientée en priorité vers la stabilité des prix et contribuer à la stabilisation de l'activité économique ainsi qu'à la stabilité financière; 8. La politique *macro-prudentielle* doit s'attacher à la stabilité financière ; 9. Chacune doit prendre en contact l'impact de l'autre sur l'objectif dont elle est chargée.

Graphique 1.7 Articulation du *central banking* autour du principe d'affectation des instruments

