

# Un mandat élargi

Luis Jácome et Tommaso Mancini-Griffoli

**D**URANT les décennies qui ont précédé la crise financière mondiale de 2008, les pays ont les uns après les autres acquis la conviction que, pour assurer la stabilité des prix, il fallait que les banques centrales se concentrent exclusivement sur cet objectif et soient tout à fait indépendantes des autorités politiques, qui ont souvent une vision à court terme. Mais, depuis quelques années, ce consensus s'est un peu effiloché, car les autorités, entre autres, en sont venues à réévaluer le rôle qui devrait être dévolu aux banques centrales.

Nombre d'universitaires et d'analystes ont suggéré que les banques centrales devraient accepter d'élargir leur mandat au-delà de la maîtrise de l'inflation. La suggestion la plus concrète est que les banques centrales devraient s'employer activement à préserver la stabilité financière et à éviter les crises financières systémiques en restreignant l'expansion excessive du crédit et des emprunts. Leur rôle ne se limiterait plus à la réglementation des banques individuelles, comme c'est le cas aujourd'hui. Certains suggèrent qu'elles devraient être chargées d'une double mission dont les

deux volets ont la même importance : d'une part, maîtriser l'inflation et, de l'autre, promouvoir le plein-emploi et la croissance. À l'heure actuelle, les banques centrales ne se préoccupent de l'emploi et de la croissance que dans la mesure où ils ont une incidence sur l'inflation.

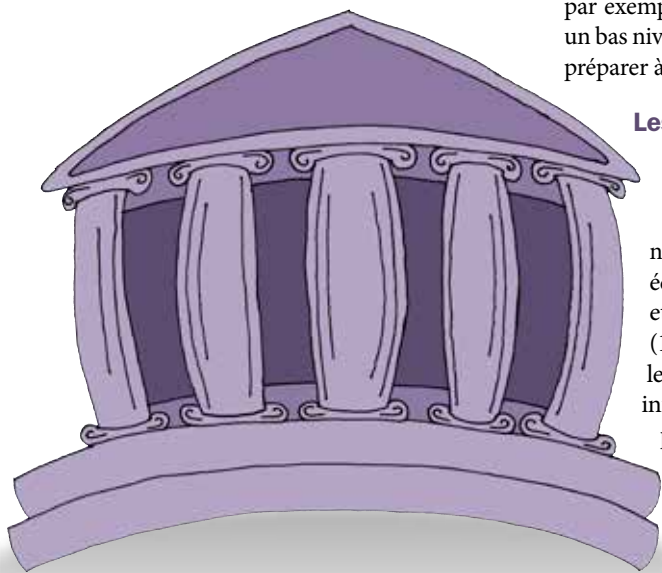
L'élargissement de leur mandat soulèverait inévitablement des considérations politiques, et l'indépendance des banquiers centraux non élus pourrait être menacée. Nous examinons comment leur indépendance pourrait être restreinte et ce qu'il en coûterait. Nous considérons qu'en fonction de leurs responsabilités, il y aurait tout lieu de réduire l'indépendance des banques centrales, mais que des dispositions juridiques et institutionnelles doivent protéger le primat de la politique monétaire — qui a fait la preuve de son efficacité dans la maîtrise de l'inflation.

Certaines banques centrales pourraient se voir confier plus de responsabilités, d'autres moins. Dans un contexte de difficultés budgétaires potentiellement sérieuses, les banques centrales pourraient être soumises à de fortes pressions pour les pousser à desserrer l'étau financier — par exemple en maintenant le taux d'intérêt à un bas niveau. Les banques centrales doivent se préparer à ce genre de pressions.

## Les origines de l'indépendance

L'idée qu'il est préférable que la banque centrale dirige la politique monétaire indépendamment des autorités gouvernementales est bien ancrée dans la théorie économique. Les travaux de Kydland et Prescott (1977), Barro et Gordon (1983) et Rogoff (1985) montrent que les banques centrales évitent le biais inflationniste que cause l'interférence politique dans un but intéressé. Tony Blair, lorsqu'il est devenu Premier

**Les banques centrales sont incitées à adjoindre à leur mission de surveillance de l'inflation des objectifs politiquement sensibles tels que l'emploi et la croissance**



ministre en 1997, a décidé d'accorder l'indépendance à la Banque d'Angleterre en se disant «convaincu que laisser les politiciens fixer les taux d'intérêt, c'est confondre économie et politique».

L'indépendance des banques centrales leur a permis de maîtriser efficacement l'inflation et de la maintenir à un bas niveau. Il est amplement prouvé que plus le degré d'indépendance est élevé, plus l'inflation est faible (Cukierman, 2008). L'Amérique latine en est un bon exemple. La région a aujourd'hui les taux d'inflation les plus faibles et stables du monde, à quelques exceptions près, ce qui contraste vivement avec les années d'inflation galopante — plus de 500 % en 1990 — qu'elle a connues avant que la plupart des pays accordent l'indépendance à leur banque centrale.

L'argumentaire en faveur de l'indépendance de la banque centrale ne s'impose pas de lui-même. Il faut que le public soit raisonnablement sûr qu'elle sera capable de remplir sa mission et que ce sera bénéfique pour la société. À première vue, il est rare que l'on confie des pouvoirs économiques étendus à une institution dont les dirigeants ne bénéficient pas d'un large appui populaire formel. Il semble que trois attributs des banques centrales aient facilité leur indépendance et contribué à leur crédibilité :

**Clarté de la politique monétaire :** Les banques centrales emploient des instruments spécifiques (le taux d'intérêt à court terme) pour définir un objectif mesurable (l'inflation). Cela permet au public d'observer l'action de la banque centrale et de juger dans quelle mesure elle atteint son objectif.

**Efficacité :** Il semble que de bons résultats dans la lutte contre l'inflation mènent souvent à l'indépendance juridique (graphique 1). Il semble aussi que l'indépendance ait favorisé le maintien de l'inflation à un bas niveau, en mettant la banque centrale à l'abri des interférences politiques.

**Obligation de rendre compte :** Dans beaucoup de pays, l'objectif de la politique monétaire est fixé par le gouvernement et généralement perçu comme étant, pour l'essentiel, dans l'intérêt de l'ensemble de la société. Les banques centrales n'ont donc pas le libre choix de l'objectif, mais celui des instruments, qu'elles peuvent choisir et utiliser comme elles l'entendent pour atteindre ledit objectif. Il est intéressant de noter que leurs résultats ne semblent guère être affectés selon qu'elles ont seulement le libre choix des instruments ou aussi celui de l'objectif (Bayoumi *et al.*, 2014). Les banques centrales rendent souvent compte de leurs décisions et de leurs progrès dans la poursuite de leur objectif aux autorités gouvernementales et parlementaires.

### Missions élargies

Les banques centrales pourraient se voir confier des missions élargies. Elles peuvent être amenées à prendre une part plus active au soutien de la stabilité financière et à prendre des mesures plus énergiques lorsque la production et l'emploi tombent en dessous de leur potentiel.

La responsabilité de la stabilité financière peut aller bien au-delà des fonctions de régulation et de supervision confiées communément aux banques centrales de nos jours, qui visent surtout à veiller à la bonne santé d'institutions financières individuelles telles que les banques. Les banques centrales peuvent en venir à jouer un rôle majeur dans l'élaboration et l'application de la politique dite «macroprudentielle», qui vise à mettre à l'abri des risques l'ensemble du système, et non seulement les institutions individuelles (voir «Une protection globale» dans l'édition de mars 2012 de *F&D*). Et même si les mesures macroprudentielles se situent hors du périmètre de la banque centrale, elles doivent être prises en compte dans la politique monétaire et éventuellement complétées par des taux d'intérêt plus élevés en période faste afin de ralentir l'expansion du crédit et les emprunts.

Il est moins évident que les banques centrales doivent se préoccuper davantage de l'emploi et de la croissance qu'elles ne le font aujourd'hui. Pour certains, cette transition se justifie du fait que la corrélation inflation-emploi — la bonne vieille courbe de Phillips qui montre que la hausse de l'emploi va de pair avec la hausse de l'inflation et vice versa — est moins forte que par le passé. Il est vrai que l'inflation a baissé beaucoup moins que prévu pendant la crise récente, malgré une récession très rude, mais nous n'en savons pas encore assez sur le pourquoi du comment. Les causes profondes pourraient être temporaires ou spécifiques à certains pays. D'un autre côté, l'inflation est peut-être bien ancrée parce qu'on s'est obnubilé pendant des années sur le niveau général des prix, en accordant moins d'importance à la croissance et à l'emploi. Si tel est le cas, le fait de leur donner plus de poids parce que l'inflation a été stable pourrait aller à l'encontre du but recherché et saper le raisonnement justifiant ce changement de stratégie. Et, pourtant, les responsables de la politique monétaire vont sans doute être incités à recentrer leur attention sur la croissance et l'emploi. La pression pourrait venir de politiciens jaloux de leurs intérêts propres qui veulent un coup de pouce passer de la politique monétaire pour doper la croissance à l'approche des élections.

### Indépendance menacée

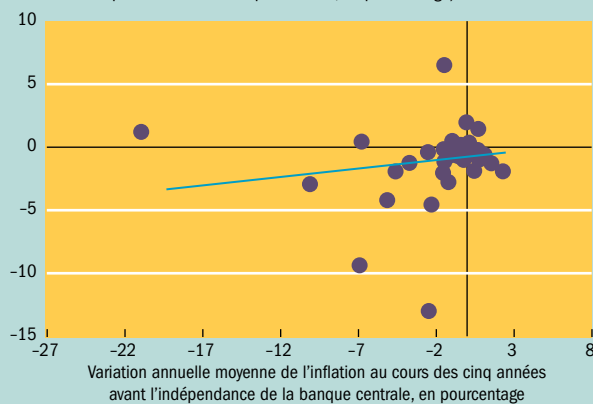
L'élargissement des missions pourrait miner chacun des éléments qui facilitent l'indépendance de la banque centrale. Par ricochet,

Graphique 1

#### Bon départ

Beaucoup de banques centrales luttent déjà efficacement contre l'inflation avant de devenir juridiquement indépendantes.

(variation annuelle moyenne de l'inflation au cours des cinq années suivant l'indépendance de la banque centrale, en pourcentage)



Source : Bayoumi *et al.*, 2014.

Note : Dans le quart supérieur gauche de la grille, nombre de pays où l'inflation a diminué avant que la banque centrale devienne indépendante, mais a augmenté par la suite; dans le quart supérieur droit, nombre de pays où l'inflation a augmenté avant et après l'indépendance; dans le quart inférieur droit, nombre de pays où l'inflation a augmenté avant l'indépendance, et, dans le quart inférieur gauche, nombre de pays où l'inflation a diminué avant et après l'indépendance, sur un total de 42 pays avancés, émergents et en développement.

cela pourrait amoindrir l'aptitude de la politique monétaire à préserver la stabilité des prix.

Il pourrait devenir plus difficile pour le public de suivre les faits et gestes de la banque centrale si ses missions sont élargies. Le taux d'inflation est facile à mesurer et à comparer à l'objectif de la banque centrale. La stabilité financière, par contre, est difficile à mesurer. Ce qui est mesurable, c'est l'instabilité — exactement ce que les banques centrales veulent éviter. De plus, il pourrait y avoir des confusions dans l'esprit du public parce que les instruments servant à maintenir la stabilité systémique peuvent changer au fil des ans, et recouper ceux qui servent à la politique monétaire — par exemple si les taux d'intérêt, instrument dont la politique monétaire joue pour influencer sur l'inflation, sont utilisés pour freiner l'expansion du crédit dans le cadre de l'effort de stabilisation financière.

L'indépendance des banques centrales pourrait être remise en question si elles deviennent moins efficaces, ce qui pourrait se produire en cas de multiplication de leurs attributions. Rien ne prouve que la fonction de régulation des banques centrale ait eu le moindre effet sur la réussite de la politique monétaire, surtout lorsque la politique monétaire est clairement définie — par un objectif d'inflation, par exemple (graphique 2). Mais, si le mandat des banques centrales inclut la stabilité financière, leur crédibilité pourrait être minée — à cause de chocs exogènes ou d'autres événements imprévus — malgré leurs efforts pour contenir la crise financière.

La crédibilité de la banque centrale serait encore plus menacée si elle devait être tenue pour responsable de la croissance et de l'emploi. Certes, la politique monétaire peut avoir à court terme des effets sur la croissance qui se dissipent largement avec le

temps, du fait de l'incidence d'autres mesures, notamment celles qui affectent le marché du travail et la productivité. Il serait très difficile de distinguer les effets de la politique monétaire des autres facteurs lors de l'évaluation des résultats de la banque centrale.

Le recours à la politique monétaire pour doper la croissance et l'emploi serait encore moins efficace dans les pays émergents et en développement, dont les performances économiques sont souvent influencées par des chocs externes (par exemple les

## La crédibilité de la banque centrale serait minée si elle ne parvient pas à assurer une croissance durable et un taux d'emploi élevé.

variations des cours des matières premières et des taux d'intérêt américains). De plus, si l'on ajoute la croissance économique aux attributions de la banque centrale, cela risque fort de détourner l'attention des réformes nécessaires dans d'autres secteurs. Et sa crédibilité serait minée si elle ne parvient pas à assurer une croissance durable et un taux d'emploi élevé.

La multiplication des attributions de la banque centrale risque aussi de saper sa responsabilité. Les décisions relatives à la stabilité financière ne sont pas toujours perçues comme contribuant au bien commun parce qu'elles influent directement et visiblement sur la redistribution de la richesse, les dépenses, la production, les bénéfices du secteur financier et les coûts bancaires. Si, par exemple, une banque centrale décide de relever le rapport prêt-valeur pour les crédits hypothécaires, les ménages à revenu faible ou intermédiaire risquent d'avoir plus de mal à obtenir un crédit à court terme en raison de l'apport personnel requis pour acheter une maison. Bien sûr, l'inflation affecte aussi la distribution du revenu entre les épargnants et les emprunteurs, jeunes ou moins jeunes. Mais ces effets sont moins immédiatement observables lorsque l'inflation est faible et sont clairement négatifs pour l'ensemble de la société quand l'inflation est élevée. Il est donc plus aisé de s'entendre sur un objectif d'inflation faible socialement acceptable que sur un objectif de stabilité financière.

Les responsables gouvernementaux voudront sans doute avoir un droit de regard plus direct sur les missions élargies de la banque centrale. Les représentants du gouvernement peuvent légitimement souhaiter avoir voix au chapitre, et même un siège aux comités de la banque centrale qui prennent des décisions ayant trait à la croissance qui pourraient avoir des effets redistributifs manifestes sur les contribuables — par exemple si la banque centrale est chargée de la résolution des crises.

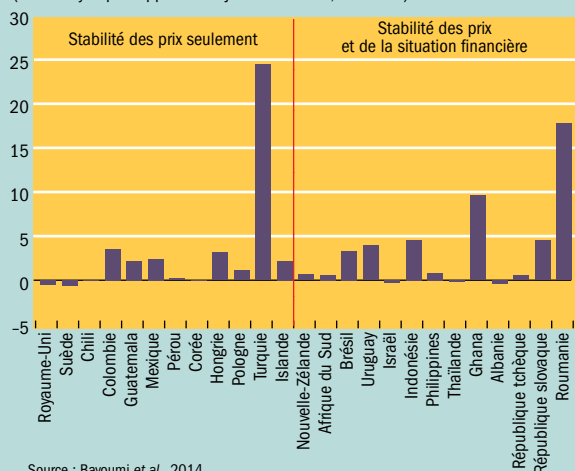
S'il est légitime que le politique ait davantage droit de regard sur certaines décisions, il sera important, du moins, de préserver l'indépendance de la banque centrale pour ce qui est du choix des instruments de la politique monétaire. Il faudra, pour ce faire, mettre les instances de décision en matière de politique monétaire à l'abri de toute interférence politique — en créant des comités de décision distincts, dotés d'objectifs clairs et séparés, et en opérant, dans la mesure du possible, une distinction claire entre les instruments

Graphique 2

### Pas de différence

Dans tous les pays ayant un objectif d'inflation, les résultats ont été à peu près semblables, que la banque centrale soit chargée uniquement de lutter contre l'inflation (partie gauche du graphique), ou qu'elle ait aussi des fonctions de régulation/supervision (partie droite).

(écart moyen par rapport à l'objectif d'inflation, 2000-06)



Source : Bayoumi et al., 2014.

Note : Le mandat de la Banque d'Angleterre a, par la suite, été étendu à la stabilité financière, qui signifie la régulation/supervision des banques. L'écart moyen était de 3,16 % seulement lorsque la stabilité des prix était l'unique objectif et de 3,49 % lorsque la banque centrale devait aussi veiller à la stabilité financière. La période d'observation va de 2000 à fin 2006.

de lutte contre l'inflation et ceux qui servent à défendre la stabilité financière. Il sera aussi essentiel de donner des explications claires, surtout lorsqu'une décision de politique monétaire affecte ou est affectée par des considérations de stabilité financière. La tâche paraît gérable, quoique ardue. Mais elle serait bien plus redoutable si la production et l'emploi étaient explicitement ajoutés aux domaines de responsabilité de la banque centrale.

### Survivre au primat du budgétaire

Le pire scénario pour l'indépendance de la banque centrale est celui où une crise des finances publiques subordonne les objectifs de la politique monétaire à l'impératif de renflouer les caisses de l'État — au nom de la domination de la politique budgétaire. Dans ce cas extrême, la politique monétaire perd son indépendance; son rôle est réduit à maintenir les taux d'intérêt bas pour réduire les coûts d'emprunt de l'État.

Lorsque le budgétaire prime sur le monétaire, on risque de perdre le contrôle de l'inflation. Les anticipations inflationnistes peuvent enfler lorsque les marchés s'aperçoivent que l'objectif de la banque centrale a changé et que les finances publiques sont en mauvaise posture. La question de savoir si les finances publiques des pays avancés sont au bord de la viabilité dépasse la portée de cet article. Mais il est clair qu'elles sont mal en point — les taux d'endettement des pays avancés sont passés de 60 % à plus de 100 % du PIB entre 2007 et 2013 (FMI, 2013). La plupart des pays émergents et en développement ont, par contre, réduit leurs ratios d'endettement et contenu leurs déficits budgétaires, ce qui leur a donné de la marge pour compenser certains effets de la crise mondiale.

Le risque sans doute le plus tangible est que les marchés croient que la politique monétaire a été détournée de son objectif traditionnel pour soutenir les finances publiques. Il est particulièrement élevé dans les pays où la banque centrale conserve un bilan colossal — en raison de gros programmes d'achats de

titres obligataires, par exemple. Le risque pourrait aussi se matérialiser si les banques centrales décidaient à l'avenir de cibler les taux d'intérêt à long terme. Elles pourraient être incapables de convaincre les marchés que leurs achats d'obligations à long terme se justifient par des objectifs de politique monétaire ou de stabilité financière, et non d'ordre budgétaire. Bien entendu, ces craintes grandissent en même temps que le niveau de la dette du pays et la durée des achats obligataires.

Un changement de politique monétaire mal compris risque de coûter cher. Il faudrait relever les taux d'intérêt davantage que par le passé pour obtenir le même effet stabilisateur sur l'économie. Parmi les nombreux indices du coût d'une prime de risque d'inflation, certains suggèrent que les banques centrales qui restreignent plus strictement les achats de titres publics maîtrisent mieux l'inflation (graphique 3).

Le primat du budgétaire sur le monétaire pourrait devenir réalité dans les pays qui ne constituent pas des volants de réserves pendant les périodes prospères en prévision des périodes de vaches maigres. Les banques centrales doivent donc s'attendre à être fermement incitées à maintenir le taux d'inflation élevé et à alléger la pression sur les finances publiques. En dernier recours, les négociations avec le gouvernement doivent aboutir à un accord de coopération, la banque centrale appuyant éventuellement des mesures concrètes et crédibles pour tenir les objectifs de viabilité de la dette à moyen terme. Cela requiert cependant un niveau de coopération sans précédent, qu'il faut établir sur la durée. Quel que soit le schéma retenu, un gros effort de transparence et de communication sera essentiel pour préserver la crédibilité de la banque centrale et la stabilité économique. ■

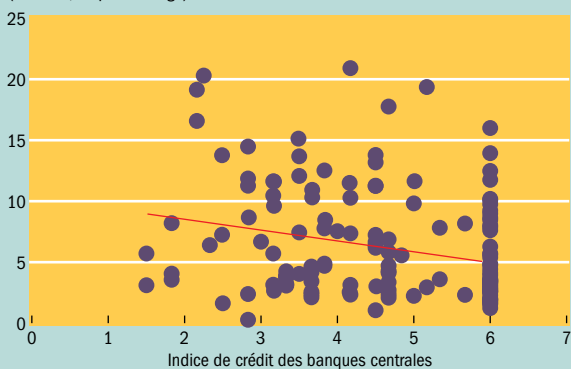
*Luis Jácome est chef de division adjoint, et Tommaso Mancini-Griffoli est expert du secteur financier, tous deux au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.*

Graphique 3

#### À l'État tu ne prêteras pas

Dans l'ensemble, les banques centrales qui restreignent plus strictement les achats de titres publics maîtrisent mieux l'inflation.

(inflation, en pourcentage)



Sources : Jácome et al., 2012; FMI, *International Financial Statistics*.

Note : L'indice de crédit des banques centrales va de 1 (aucune restriction des prêts à l'État) à 6 (interdiction des prêts à l'État). L'échantillon comprend 138 banques centrales. Les calculs sont statistiquement significatifs au niveau de 1 %. La période d'observation va de 2004 à fin 2008.

#### Bibliographie:

Barro, Robert, and David Gordon, 1983, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 4, p. 589–610.

Bayoumi, Tamim, Giovanni Dell'Ariccia, Karl Habermeier, Tommaso Mancini-Griffoli, and Fabián Valencia, 2014, "Monetary Policy in the New Normal," *IMF Staff Discussion Note 14/3* (Washington: International Monetary Fund).

Cukierman, Alex, 2008, "Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future," *European Journal of Political Economy*, Vol. 24, No. 4, p. 722–36.

Fonds monétaire international (FMI), 2013, *Moniteur des finances publiques* (Washington, octobre).

Jácome, Luis I., Marcela Matamoros-Indorf, Mrinalini Sharma, and Simon Townsend, 2012, *Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?* IMF Working Paper 12/16 (Washington: International Monetary Fund).

Kydland, Finn, and Edward Prescott, 1977, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of the Optimal Plans," *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, p. 473–91.

Rogoff, Kenneth, 1985, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, No. 4, p. 1169–89.