

VIII / Quelles réformes pour la Banque centrale européenne ?

Christophe Blot, Paul Hubert et Fabien Labondance

Au début des années 1990 et à la suite des travaux théoriques du milieu des années 1980, le modèle canonique de banque centrale devenait celui d'une banque centrale indépendante et orientée vers la stabilité des prix. La Bundesbank, en raison de ses réussites et de son influence, s'est imposée comme l'exemple naturel en termes de crédibilité et de fonctionnement vers lequel la Banque centrale européenne (BCE) devait tendre. Tout cela a concouru à ce que le traité de Maastricht promeuve ce modèle et attribue à la BCE l'objectif principal de stabilité des prix qui a été repris dans le traité de fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

Depuis les crises des *subprimes* et des dettes souveraines, nous assistons dans la zone euro à l'élargissement des prérogatives et des objectifs de la BCE. Ainsi, la BCE est en charge de l'objectif de stabilité financière, puisqu'elle est responsable de la surveillance des banques dans le cadre de l'Union bancaire. Par ailleurs, les achats massifs de dette publique réalisés par la BCE et les banques centrales nationales ont accru les interdépendances entre politiques monétaire et budgétaire en achetant massivement des titres de dette publique. Toutes ces actions se sont réalisées sans changement de traité. Cependant, la définition des objectifs de la BCE est un élément central du traité, ce qui pose la question d'une éventuelle réforme. De même, la BCE a fait preuve de pragmatisme et a su adapter son cadre opérationnel pour faire face à la crise. Elle a ainsi dû prendre des décisions qui n'avaient pas été envisagées lors de la rédaction du

traité et dont la légalité a été contestée. Enfin, depuis 1999, la zone euro est passée de onze à dix-membres, ce qui pose la question du processus de décision et du mode de désignation des membres du Conseil des gouverneurs. Cette contribution revient sur ces éléments de la gouvernance monétaire de la zone euro et propose des pistes de réformes qui permettraient d'améliorer la mise en œuvre de la politique monétaire. Ainsi, nous évoquons l'élargissement de son mandat en termes de stabilité financière, la nécessité de clarifier la frontière entre politique monétaire et finances publiques, et la réforme de son processus de décision.

Élargir le mandat de la Banque centrale européenne

Promouvoir la stabilité financière est un objectif social judicieux puisque l'expérience des crises financières montre que l'instabilité est extrêmement coûteuse en termes de performances économiques [Creel *et al.*, 2015a]. Il importe donc qu'une autorité économique tente de prévenir l'instabilité. Historiquement, la création même des banques centrales a bien souvent répondu à un objectif de stabilisation du système bancaire. Le rôle de réglementation, notamment du secteur bancaire, a longtemps été dévolu aux banques centrales [Goodhart, 2010] et ces dernières se sont réapproprié ce rôle lors de la crise.

Jusqu'à la crise s'était développé un consensus — dit de Jackson Hole — selon lequel les banques centrales devaient principalement promouvoir la stabilité des prix et ne tenir compte des déséquilibres financiers que dans la mesure où ils affectaient les anticipations d'inflation. Si l'hypothèse d'efficience des marchés était contestée de longue date, il n'en demeurerait pas moins que la meilleure contribution des banques centrales et de la politique monétaire à la stabilité financière devait être de garantir la stabilité des prix. Cette idée — formulée par Schwartz [1995] — s'appuyait sur la conviction que stabilité des prix et stabilité financière étaient liées. Une banque centrale qui veillerait à la stabilité des prix obtiendrait *de facto* la stabilité financière. Mais si ce lien se vérifie notamment en période d'hyperinflation, la Grande Modération, qui correspond à la période durant laquelle l'inflation est restée stable et faible dans les années 1990 et 2000,

et la Grande Récession remettent largement en cause cette relation. Blot *et al.* [2015] examinent cette relation entre stabilité des prix et stabilité financière aux États-Unis et dans la zone euro sur la période de Grande Modération. Ils parviennent à la conclusion que l'hypothèse défendue par Schwartz n'est pas vérifiée pour les périodes analysées. Dès lors que la stabilité des prix n'est pas une condition suffisante pour garantir la stabilité financière, se pose la question des instruments qui peuvent être mobilisés pour l'atteindre et des acteurs en charge de leur mise en œuvre.

La crise bancaire et la crise des dettes souveraines ont exacerbé les défauts de construction de la zone euro et ont mis en lumière le déséquilibre entre une politique monétaire centralisée et des politiques réglementaires et budgétaires décentralisées. Progressivement, et suivant les à-coups de la crise, l'architecture de supervision financière de la zone euro s'est réformée. Une première vague de réformes a consisté à mettre en place de nouvelles autorités de supervision. En septembre 2009, la Commission européenne propose de modifier le système préexistant en instaurant un système européen de surveillance financière (ESFS pour *European System of Financial Supervision*). En janvier 2011, sont établis un comité européen du risque systémique (ESRB pour *European Systemic Risk Board*) et trois autorités de supervision européennes (ESA). Ces dernières doivent coordonner les réglementations des secteurs financiers nationaux au sein de l'Union européenne (UE). Ces autorités sont l'autorité bancaire européenne (EBA), l'autorité européenne des marchés financiers (ESMA) et l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA). Cependant, le principe de subsidiarité demeure, et les compétences en matière de régulation restent nationales. Ce n'est qu'avec l'accentuation de la crise des dettes souveraines que les États membres de la zone euro, confrontés à la question de la survie de la zone euro, vont aller plus loin et créer l'Union bancaire qui entre en fonction le 4 novembre 2014.

L'Union bancaire propose une réglementation uniforme qui s'applique aux principaux établissements bancaires de l'UE [Antonin et Touzé, 2014]. Cette réglementation définit notamment des règles en matière de fonds propres ou en matière de protection des déposants. Le fonctionnement de l'Union bancaire repose sur deux mécanismes. Le premier est constitué

par un Mécanisme de supervision unique (MSU) qui place les établissements bancaires jugés « importants¹ » de la zone euro et des pays qui le souhaitent sous la supervision de la BCE. Dans le cadre d'un second mécanisme, et dans l'éventualité où la supervision serait prise en défaut, l'Union bancaire met également en place un Mécanisme de résolution unique (MRU), applicable en cas de défaillance bancaire. Dans ce cadre sont créés un Fonds de résolution unique ainsi que les modalités d'utilisation de ce fonds et de gestion des faillites bancaires. En particulier, le principe de renflouement interne par les actionnaires (*bail-in*) est préféré au renflouement externe, notamment par les pouvoirs publics (*bail-out*). Le Fonds de résolution unique est alimenté depuis janvier 2016 par des contributions provenant essentiellement des établissements de crédit.

La crise a également montré la nécessité d'aller au-delà de la supervision microprudentielle et de promouvoir un outil dit macroprudentiel, consacré à l'analyse des tendances agrégées et des déséquilibres existants dans le système financier pouvant engendrer un risque systémique. L'objectif de la régulation macroprudentielle est d'assurer la viabilité du système économique et financier dans son ensemble. L'outil macroprudentiel vise donc à détecter et à prévenir les risques systémiques en faisant par exemple varier les exigences en termes de capital des banques afin d'assurer leur solvabilité quand la supervision microprudentielle veille à assurer la sécurité des établissements individuels mais aussi à protéger les consommateurs. La politique microprudentielle est aujourd'hui confiée à la BCE alors que c'est l'ESRB, présidé par le président de la BCE, qui est en charge de la politique macroprudentielle.

Les évolutions du crédit sont cruciales pour appréhender de potentielles occurrences d'instabilité financière pouvant produire un risque systémique [Creel *et al.*, 2015b]. La réglementation bancaire et particulièrement la réglementation macroprudentielle ne peuvent donc être disjointes de la politique monétaire qui en modifiant les taux d'intérêt influence également l'offre et la demande de crédit. Dès lors, il semble cohérent que la banque centrale intègre la politique prudentielle à son

1 Voir règlement n° 468/2014 de la BCE.

action [Beau *et al.*, 2012], ce qui n'était pas le cas aux origines de la zone euro, la supervision bancaire relevant des autorités nationales compétentes².

Il résulte de ces diverses réformes une architecture de régulation financière complexe qui entremêle des compétences nationales, des compétences propres à la zone euro et des compétences à l'échelle de l'UE. La juridiction des autorités de régulation bancaire s'étend ainsi à l'ensemble de l'UE, quand le mécanisme unique de supervision bancaire se limite *a priori* à la zone euro et s'appuie sur la compétence de la BCE. Enfin, la crise a également conduit à s'interroger sur l'effet de la politique monétaire sur la stabilité financière. En effet, l'ensemble des missions conduites par la BCE ont une incidence sur la stabilité financière, bien que le mandat de la BCE n'en fasse pas explicitement état.

De fait, on peut désormais considérer que la BCE poursuit trois objectifs : stabilité des prix, soutien à l'activité et stabilité financière [Blot *et al.*, 2014]. Pour autant, l'articulation de ce triple mandat mériterait d'être clarifiée. Même sans modification des traités en vigueur, il est important que les dirigeants de la BCE soient plus explicites dans les différents objectifs poursuivis. L'objectif prioritaire de stabilité des prix ne semble désormais plus correspondre à la pratique de la politique monétaire : l'objectif d'écart de croissance semble tout aussi primordial, tout comme celui de stabilité financière. Plus de transparence rendrait la politique monétaire plus crédible et certainement plus efficace à prévenir une autre crise bancaire et financière.

Clarifier la frontière entre politique monétaire et finances publiques

Pendant la crise, la BCE s'est massivement engagée sur le marché des titres obligataires souverains de nombreux pays de la zone euro, d'abord pour circonscrire la crise des dettes souveraines, puis pour enrayer le risque déflationniste. La solution apportée par la BCE à la crise des dettes souveraines fut d'abord le SMP (*Securities Market Programme*) en mai 2010 puis l'OMT

2 Voir l'alinéa 6 de l'article 127 du TFUE.

(*Outright Monetary Transaction*) annoncé en septembre 2012. Celui-ci fut cependant contesté au sein même de la BCE, et l'affaire fut portée devant la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE).

L'objectif du SMP et de l'OMT était de diminuer les taux d'intérêt sur les dettes souveraines par des achats ciblés de titres³ afin d'améliorer la transmission de la politique monétaire enrayerée par la crise des dettes souveraines. Au-delà d'un débat légitime sur l'efficacité et les risques potentiels associés à ces mesures, leur légalité a été mise en cause. Les critiques portaient sur le périmètre d'action et donc sur le mandat de la BCE, montrant dès lors que la question de la gouvernance monétaire de la zone euro restait posée. Le SMP fut contesté au sein même de la BCE par Jürgen Stark, alors membre du directoire⁴. Il jugeait que le SMP revenait à financer la dette de certains États membres, violant deux dispositifs du traité : la clause de non-renflouement des États au sein de la zone euro et l'interdiction de financement des déficits budgétaires par la banque centrale. En démissionnant en septembre 2011, il exprimait ainsi son désaccord profond avec une politique qui selon lui revenait à effacer la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire. L'OMT, second dispositif mis en œuvre par la BCE, fut à son tour fortement critiqué par la Bundesbank et par les citoyens allemands, considérant que celui-ci risquait d'entraîner un transfert budgétaire entre les pays européens. Il y aurait donc implicitement un engagement budgétaire du gouvernement allemand sans accord préalable du Bundestag. L'avis de la CJUE, rendu en juin 2015, a validé la légalité de l'OMT, la Cour considérant non seulement que « l'achat de titres de dette souveraine constitue une mesure de politique monétaire » mais aussi que « le rachat de titres de dette souveraine ne constitue pas un financement monétaire prohibé par l'article 123 TFUE ». Si l'effet de signal lié à l'annonce du programme en 2012 a semble-t-il contribué à réduire les écarts de taux apparus dans la zone euro [Altavilla *et al.*, 2014], il a placé la BCE dans une

3 Dans les faits, l'encours maximum de titres souverains grecs, portugais, irlandais, espagnols et italiens acquis dans le cadre du SMP a atteint 219 milliards en mars 2012. Quant à l'OMT, il n'a encore jamais été mobilisé.

4 Rappelons également que, avant Jürgen Stark, Axel Weber, le président de la Bundesbank, qui était opposé aux mesures adoptées en mai 2010, avait également démissionné.

situation d'incertitude juridique qui a ou aurait pu restreindre la mise en œuvre du programme et donc son efficacité.

Par ailleurs, si la BCE octroie des liquidités aux banques des pays de la zone euro dans le cadre des opérations de politique monétaire, les opérations dites d'urgence (ELA pour *Emergency Liquidity Assistance*) restent mises en œuvre par les banques centrales nationales avec l'accord de la BCE. Ainsi, malgré l'élargissement des compétences de la BCE en matière de supervision bancaire, le rôle de prêteur en dernier ressort reste sous la responsabilité des États et donc de leur banque centrale⁵. Whelan [2015] constate que ces opérations ont eu jusqu'ici un caractère secret et discrétionnaire. Il critique le rôle joué par la BCE, lors des crises bancaires irlandaise et grecque, qui a utilisé ces opérations de liquidité pour exercer des pressions politiques sur les États. En juin 2015, la BCE a refusé d'étendre le plafond de ces liquidités, à quelques jours du référendum organisé par le gouvernement grec sur un nouvel accord avec les créanciers européens, dans un contexte marqué par d'importantes fuites de dépôts du système bancaire par crainte d'un Grexit. Si le risque de sortie de la zone euro était bien réel, la décision de la BCE le renforçait en précipitant le système bancaire dans la crise et en prenant le risque de ne laisser au gouvernement grec aucune alternative à l'émission d'une monnaie parallèle. *In fine*, la BCE a bien joué un rôle essentiel dans les opérations de prêteur en dernier ressort en permettant que des liquidités soient octroyées aux banques grecques. Mais elle a aussi utilisé ce levier pour exercer des pressions politiques sur le gouvernement grec. Il faut aussi noter que la BCE fait partie de la troïka, aux côtés de la Commission européenne et du FMI, qui est chargée de la surveillance de la mise en œuvre des accords de refinancement conclus avec les créanciers des pays sous assistance financière. Ce rôle très politique ne figure pas au mandat de la BCE.

Quelles leçons tirer de ces événements ? Premièrement, il est contradictoire qu'une institution indépendante, qui ne peut solliciter ou accepter des instructions venant d'une autre insti-

⁵ Concrètement, ceci implique que les risques et les pertes éventuels sur les prêts accordés dans le cadre de l'ELA sont supportés par les banques centrales nationales, ce qui n'est pas le cas pour les opérations de liquidité standard de politique monétaire dont les risques et les pertes sont partagés entre les États membres de l'UE.

tution, d'un gouvernement ou d'un autre organisme de l'Union, soit partie prenante d'un processus politique de surveillance des politiques budgétaires de certains pays membres. De fait, la BCE est créancière de ces États puisqu'elle détient des titres de dette qu'ils ont émis. Mais ces titres ont été acquis dans le cadre des opérations de politique monétaire et non lors d'un prêt qui aurait été accordé par la BCE à des États membres. Deuxièmement, la décision de la CJUE sur l'OMT valide également les programmes d'assouplissement quantitatif mis en œuvre par la BCE et confirme dès lors l'indépendance de la BCE quant à l'appréciation qu'elle porte sur les moyens (les instruments) qu'elle déploie pour atteindre ses objectifs et satisfaire son mandat. Troisièmement, il est nécessaire de clarifier le rôle de la BCE comme prêteur en dernier ressort, fonction qui reste aujourd'hui confiée aux banques centrales nationales. Pourtant, dans le cadre de l'Union bancaire, la BCE collecte des informations qui lui permettent de poser un diagnostic sur la solvabilité des institutions bancaires. Partant de là, elle peut donc pleinement juger de la situation des banques et décider d'octroyer des liquidités lorsqu'elle juge que l'établissement est solvable, ou renvoyer la question d'une éventuelle re-structuration ou mise en faillite au CRU (Conseil de résolution unique). Cet argument plaide pour que cette fonction revienne à la BCE [Goodhart et Schoenmaker, 2014].

Rappelons que la BCE tire sa légitimité d'un traité qui entend précisément isoler ses décisions de toute pression politique sous le prétexte qu'elles auraient une dimension principalement technique⁶, les objectifs de la politique monétaire étant fixés dans un cadre politique défini par le TFUE, ratifié par l'ensemble des États membres. Pendant la crise, la BCE a joué un rôle essentiel permettant de préserver, voire de sauver l'union monétaire, palliant les carences de la gouvernance budgétaire et politique. Mais ces situations montrent que les décisions prises par les banques centrales ont une forte dimension politique, particulièrement en temps de crise. Les opérations d'achats de titres ont des conséquences directes sur la politique budgétaire par leur effet sur le taux d'intérêt des dettes souveraines. La décision

6 Fixation du taux d'intérêt de court terme, modalités des opérations de refinancement, surveillance bancaire.

de soutenir ou non un établissement bancaire a également une incidence budgétaire évidente. Les pressions exercées par la BCE sur les gouvernements des pays en crise l'ont été pour des raisons politiques bien plus que pour atteindre ses objectifs. Ces interactions justifient une réflexion sur la gouvernance et les relations de la BCE vis-à-vis du pouvoir politique. Il faut envisager de reconnaître les interactions en renforçant le débat et le contrôle démocratiques de la BCE. Aujourd'hui, les seules interactions de la BCE avec les instances démocratiques se font *via* les auditions trimestrielles du président de la BCE par le Parlement européen. Elles ne sont pas suffisantes pour donner de la légitimité démocratique à son action. Le contrôle ne peut pas être uniquement celui du juge. Il doit être politique afin que la définition des objectifs et la mise en œuvre de la politique monétaire puissent être régulièrement débattues et définies au sein d'une instance politique représentative.

Réformer le processus de décision

Le dernier axe sur lequel pourrait évoluer la BCE concerne le processus de prise de décision au sein du Conseil des gouverneurs, principal organe de décision de la BCE. Il se compose des six membres du directoire, et des gouverneurs des banques centrales nationales des dix-neuf pays de la zone euro. Il se réunit habituellement deux fois par mois au siège de la BCE afin d'examiner les questions liées aux missions et responsabilités de la BCE et de l'eurosystème⁷. Afin de garantir la séparation entre les missions de politique monétaire et les autres tâches de la BCE (contrôle bancaire et surveillance prudentielle), des réunions distinctes du Conseil des gouverneurs sont organisées. Le Conseil des gouverneurs évalue les évolutions économiques et monétaires, et prend désormais ses décisions de politique monétaire toutes les six semaines⁸.

Le président du Conseil de l'UE, celui de l'Eurogroupe et un membre de la Commission européenne peuvent participer

7 L'eurosystème définit et met en œuvre la politique monétaire de la zone euro. Il est composé de la BCE et des banques centrales nationales des pays ayant adopté l'euro.

8 Avant 2015, les réunions portant sur l'orientation de la politique monétaire étaient mensuelles.

aux réunions, mais ils ne disposent pas du droit de vote. Jusqu'au début de l'année 2015, chaque membre du Conseil des gouverneurs disposait d'une voix et, sauf disposition contraire figurant dans les statuts, les décisions du Conseil des gouverneurs sont prises à la majorité simple. En cas de partage des voix, celle du président est prépondérante. Bien que les réunions soient confidentielles, le Conseil des gouverneurs rend public le résultat de ses délibérations, particulièrement celles relatives à la fixation des taux d'intérêt directeurs, par le biais d'une conférence de presse organisée à l'issue des réunions portant sur les décisions de politique monétaire.

L'adhésion de la Lituanie à la zone euro en 2015, portant à dix-neuf le nombre de ses États membres, a entraîné une modification des droits de vote, comme le Conseil des gouverneurs l'avait envisagé dès décembre 2002. La BCE a mis en place un système de rotation qui régit la répartition des droits de vote entre les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE. Ce système de rotation est supposé permettre au Conseil des gouverneurs de conserver sa capacité décisionnelle malgré l'augmentation du nombre de pays participant à la zone euro. Conformément aux traités de l'UE, le système de rotation devait être mis en œuvre dès que le nombre de gouverneurs dépasserait dix-huit.

Dans ce système de rotation, les pays de la zone euro sont répartis en plusieurs groupes en fonction de la taille de leur économie et de leur secteur financier. Un classement est établi pour déterminer à quel groupe chaque gouverneur de banque centrale nationale appartient. Les gouverneurs des pays classés de 1 à 5 (actuellement l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas) se partagent quatre droits de vote. Les quatorze autres pays disposent de onze droits de vote. Les gouverneurs votent à tour de rôle selon une rotation mensuelle. À chaque réunion, vingt et un votes sont donc exprimés, les membres du directoire de la BCE disposant d'un droit de vote permanent.

À titre de comparaison, le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Federal Open Market Committee, FOMC) utilise un système proche de celui de la BCE. Le FOMC compte douze membres disposant du droit de vote, sept font partie du Board of Governors avec un droit de vote permanent. Le président de la banque fédérale de réserve de

New York vote systématiquement, les présidents de la banque de Chicago et de celle de Cleveland votent une année sur deux, et les neuf présidents des autres banques de réserve régionales votent une année sur trois. La rotation aux États-Unis s'opère annuellement, alors qu'elle se fait mensuellement pour la BCE.

Une première critique du processus de décision de la BCE concerne le mode de représentation « nationale » du Conseil des gouverneurs. Que ce soit avant le 1^{er} janvier 2015 avec le principe « un membre, une voix » ou avec le système de rotation entré en vigueur depuis, dix-neuf des vingt-cinq membres sont nommés par rapport à leur responsabilité nationale et *in fine* leur nationalité. La politique monétaire de la BCE étant menée pour la zone euro dans son ensemble, cette caractéristique de la composition du Conseil des gouverneurs soulève la question de la pertinence de ce critère pour déterminer sa composition. Si l'objectif de la BCE est de maintenir la stabilité de l'indice des prix à la consommation de la zone euro, la nationalité des membres du comité n'a que peu d'importance⁹. Cette composition, indépendamment de sa pertinence, soulève une seconde question. Le principe « une banque centrale, une voix » tend à surpondérer le poids donné aux petits pays : le gouverneur de la Banque de France qui représente plus de 65 millions de personnes a le même poids que le gouverneur de Malte qui en représente 400 000. Le choix d'une composition nationale engendre donc un biais de représentativité.

La démission forcée de Lorenzo Bini Smaghi, membre du directoire de la BCE de juin 2005 à novembre 2011, est symptomatique de l'importance de la question de la nationalité au sein du Conseil des gouverneurs. Il a dû démissionner lorsque Mario Draghi fut nommé président de la BCE car trois Italiens (avec le gouverneur de la Banque d'Italie) auraient été présents au Conseil des gouverneurs.

Le système de rotation ne répond à aucune des deux questions. Les petits pays sont toujours surreprésentés et la composition dépend toujours de la nationalité. Elle soulève en outre une autre remarque. Avec ce système, il y a désormais trois catégories

9 Hayo et Méon [2013] illustrent les ambiguïtés de ce processus et suggèrent que les gouverneurs des banques centrales nationales prennent leur décision en suivant des objectifs nationaux.

de membres au Conseil des gouverneurs : les membres du directoire qui votent à toutes les réunions, les gouverneurs des 5 grands pays qui votent à 80 % des réunions et ceux des 14 petits pays qui votent à 78 % des réunions. Ce système défavorise les petits pays, en faveur des membres du directoire. Il subit donc les critiques des petits pays, attachés au principe d'égalité entre les pays de la zone euro, et les critiques des grands pays, qui, lors d'une réunion sur cinq, n'ont plus de droit de vote.

Une première piste pour répondre à ces critiques consiste à fixer les droits de vote en proportion du capital détenu par chaque banque centrale au capital de la BCE ou en proportion de la population (ou du PIB) de chaque pays par rapport à la population (ou PIB) de la zone euro. Cela permettrait de répondre à la question de la représentativité. Une telle mesure ne ferait cependant qu'accentuer la critique concernant la composition nationale du Conseil des gouverneurs. Une seconde piste concerne donc le nombre de membres composant ce conseil. Il n'y a aucune raison évidente, si la politique monétaire de la BCE est menée pour la zone euro dans son ensemble, d'avoir un nombre de membres égal au nombre de pays composant la zone euro. Ainsi le FOMC aux États-Unis ne comprend pas 50 membres comme le nombre d'États tandis que le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre est constitué de 9 membres, indépendamment du nombre de régions au Royaume-Uni. Ce nombre de membres pourrait être fixé par rapport à d'autres critères (voir Sah et Stiglitz [1988] sur la taille optimale des comités) et indépendamment du nombre de pays composant la zone euro.

Repères bibliographiques

-
- ALTAVILLA C., GIANNONE D. et LENZA M., « The financial and macroeconomic effects of OMT announcements », *ECB Working Paper Series*, n° 1707, 2014.
- ANTONIN C et TOUZÉ V., « Europe bancaire, l'Union fait-elle la force ? », *Note de l'OFCE*, n° 46, 2014.
- BEAU D., CLERC L. et MOJON B., « Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy », *Banque de France Working Paper*, n° 390, 2012.
- BLOT C., CREEL J., HUBERT P. et LABONDANCE F., « Les enjeux du triple mandat de la BCE », *Revue de l'OFCE*, n° 134, 2014, p. 175-186.
- BLOT C., CREEL J., HUBERT P., LABONDANCE F. et SARACENO F., « Assessing the link between price and financial stability », *Journal of Financial Stability*, n° 16, 2015, p. 71-88.

- CREEL J., HUBERT P. et LABONDANCE F., « Financial stability and economic performance », *Economic Modelling*, n° 48, 2015a, p. 25-40.
- CREEL J., HUBERT P. et LABONDANCE F., « The intertwining of financialisation and financial instability », *Document de travail de l'OFCE*, n° 14, 2015b.
- GOODHART C., « The changing role of central banks », *BIS Working Paper*, n° 326, 2010.
- GOODHART C. et SCHOENMAKER D., « The ECB as a lender of last resort ? », *VoxEU.org*, 23 octobre 2014.
- HAYO B. et MÉON P.-G., « Behind closed doors : revealing the ECB's decision rule », *Journal of International Money and Finance*, n° 37, 2013, p. 135-160.
- SAH R. et STIGLITZ J., « Committees, hierarchies and polyarchies », *Economic Journal*, vol. 98, n° 39, 1988, p. 451-470.
- SCHWARTZ A., « Why financial stability depends on price stability », *Economic Affairs*, vol. 15, n° 4, 1995, p. 21-25.
- WHELAN K., « The ECB and financial assistance programmes : has ECB acted beyond its mandate ? », *Monetary Dialogue*, octobre 2015.