

Mesure du Conservatisme de la Banque Centrale : Une évaluation empirique appliquée au cas de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC)

Soulemanou

Assistant à l'Ecole Normale Supérieure d'Enseignement Technique,
Université d'Ebolowa, Cameroun. Laboratoire d'Analyse et de Recherche en
Economie Mathématiques, LAREM
Université de Yaoundé 2, Cameroun

Tadadjeu Dessy-Karl

Economiste et chercheur
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion (FSEG)
Université de Dschang, Cameroun

[Doi:10.19044/esj.2024.v20n34p168](https://doi.org/10.19044/esj.2024.v20n34p168)

Submitted: 06 November 2024

Accepted: 15 December 2024

Published: 31 December 2024

Copyright 2024 Author(s)

Under Creative Commons CC-BY 4.0

OPEN ACCESS

Cite As:

Soulemanou & Tadadjeu D-K.(2024). *Mesure du Conservatisme de la Banque Centrale : Une évaluation empirique appliquée au cas de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC)*. European Scientific Journal, ESJ, 20 (34), 168.

<https://doi.org/10.19044/esj.2024.v20n34p168>

Résumé

Dans cet article, nous proposons une mesure simple et fiable du degré de conservatisme de la Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC). Cet indicateur est fondé sur la courbe de Taylor et s'inspire des travaux de Levieuge et Lucotte (2014). Contrairement à d'autres indicateurs de conservatisme développés dans la littérature, qui dépendent fortement du modèle économique et de la règle monétaire adoptés, la mesure que nous proposons ici est purement empirique et facilement calculable. Elle requiert seulement la connaissance des variances empiriques de quelques variables et peut aisément s'étendre à un large échantillon de pays. Les résultats empiriques montrent que, sur la période 1980-2015, la BEAC a accordé la priorité au soutien à l'activité économique plutôt qu'à l'objectif de couverture extérieure de la monnaie dans la CEMAC.

Mots-clés: Banque Centrale, BEAC, Conservatisme, Politique monétaire

Measuring Central Bank Conservatism : An empirical assessment applied to the case of the Bank of Central African States (BEAC)

Soulemanou

Assistant à l'Ecole Normale Supérieure d'Enseignement Technique,
Université d'Ebolowa, Cameroun. Laboratoire d'Analyse et de Recherche en
Economie Mathématiques, LAREM
Université de Yaoundé 2, Cameroun

Tadadjeu Dessy-Karl

Economiste et chercheur
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion (FSEG)
Université de Dschang, Cameroun

Abstract

In this article, we propose a simple and reliable measure of the degree of conservatism of the Bank of Central African States (BEAC). This indicator is based on the Taylor curve and draws on the work of Leveuge and Lucotte (2014). Unlike other conservatism indicators developed in the literature, which are highly dependent on the economic model and monetary rule adopted, the measure we propose here is purely empirical and easily calculable. It requires only knowledge of the empirical variances of a few variables, and can easily be extended to a large sample of countries. The empirical results show that, over the period 1980-2015, the BEAC prioritized support for economic activity over the objective of currency hedging in the CEMAC.

Keywords: BEAC, Central Bank, Conservatism, Central Bank, Monetary policy

Introduction

Après les années 80, les préférences des banquiers centraux¹ et la conception de la Banque Centrale sont progressivement apparues comme deux caractéristiques cruciales de la gouvernance des Banques Centrales, susceptibles de façonner la politique monétaire (Masciandaro, 2020). A cet égard, la gouvernance des Banques Centrales quant à elle est devenue de plus en plus importante lorsque les analyses économiques ont commencé à

¹ Avant les années 1980, la macroéconomie ne prêtait pas explicitement attention aux préférences des banquiers centraux ou au cadre institutionnel de la banque centrale lors de l'élaboration d'arguments positifs et normatifs.

souligner son rôle dans la détermination des performances macroéconomiques (pendant la révolution néo-classique). La recrudescence des nombreuses crises ces dernières années vont révéler qu'à trop se concentrer sur l'objectif d'inflation, les Banques Centrales en général auraient non seulement négligé la stabilité de l'activité économique, mais aussi la stabilité financière (Frappa et Mésonnier (2010), Lin (2010), Levieuge et Lucotte (2014)). A cet effet, les économistes et les praticiens sont justement divisés au sujet de la hiérarchisation des objectifs des Banques Centrales ; mettant ainsi en évidence le conflit d'intérêts potentiel pouvant résulter de la réalisation des deux objectifs avec un seul instrument politique (Goodhart et Schoenmaker, 1995). Pour les uns, les Banques Centrales se seraient excessivement concentrées sur l'objectif de stabilité des prix au détriment de la stabilisation de l'activité économique (l'objectif explicite d'inflation n'implique pas qu'il faille se désintéresser de la croissance (King (1997), Svensson (1999), (2010)). Pour les autres, dans un contexte de grande modération, profitable à tous les régimes de politique monétaire, sans distinction, quand bien même le banquier central opérerait pour une stratégie de ciblage dite « stricte », qui revient à faire de la stabilisation de l'inflation le seul objectif de la politique monétaire, il serait sous-optimal de négliger l'activité économique (Svensson (1997) ; Penot et Pollin (1999) ; Rudebusch et Svensson (1999)).

Le rôle des préférences des banquiers centraux et de la conception de la Banque Centrale sont apparus par l'application d'une approche de la théorie des jeux après la découverte des problèmes généraux d'incohérence temporelle qui caractérisent la politique économique (Kydland et Prescott (1977), Calvo, (1978)). La littérature économique à travers la problématique de l'incohérence temporelle va tenter d'exploiter la courbe de Phillips afin de réduire le chômage par l'inflation. En supposant que l'autorité monétaire poursuit la maximisation du bien-être social composé d'inflation et de chômage, on croit alors pouvoir résoudre le biais inflationniste en modifiant l'objectif social qui oriente le comportement de l'autorité monétaire. Rogoff (1985) propose, en développant et modélisant le raisonnement, **la notion de conservatisme²** comme solution au biais inflationniste.

Par **conservatisme³**, on entend une aversion majeure à l'inflation, un poids plus élevé donné au niveau de l'inflation par rapport au taux de chômage

² Le conservatisme sacrifie partiellement la flexibilité au profit de la crédibilité. C'est la non solution de l'arbitrage crédibilité-flexibilité. La perte de flexibilité se traduit par une plus grande attention vers la lutte contre l'inflation en laissant partiellement de côté la production ou l'emploi, d'où une réponse non optimale aux chocs économiques détériorant la production et l'emploi.

³ Le conservatisme cherche à résoudre le problème du biais inflationniste en sauvegardant la flexibilité. Il passe par la redéfinition de l'objectif de l'autorité monétaire. Le conservatisme, tout en réduisant le biais inflationniste, constitue seulement une solution de troisième degré

(Nosetti, 2003). Il reflète l'importance accordée à la recherche de la stabilité des prix par rapport aux autres objectifs énoncés dans les statuts de la Banque Centrale (Levieuge et al., 2016). En générale, est **conservatrice l'autorité qui possède une préférence temporelle plus longue, donc qui considère les effets sur le long terme de sa propre politique**. Traditionnellement une Banque Centrale définit dans ses statuts un ou plusieurs objectifs propres à sa politique monétaire. Mais dans la pratique, il est difficile pour elle d'atteindre simultanément ces objectifs dans le cas où il y'en a plusieurs. Cela étant, il se posera alors un problème d'arbitrage et de hiérarchisation des objectifs de politique monétaire de la part des autorités monétaires. Leurs actions et décisions tout au long d'une année auront tendance à privilégier un objectif au détriment d'un/des autres. Le banquier central traditionnel encore appelé « conservateur » aura pour fonction objective la stabilité des prix quel que soit le contexte dans la sphère économique.

Bien que déjà défini dans ses statuts comme nous avons souligné plus haut, ce papier pourra nous éclairer sur quel objectif la politique monétaire a été privilégié dans un exercice par le gouvernement d'une Banque Centrale et déduire ses implications sur l'activité économique. Nous nous focalisons sur le cas de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale (BEAC), conformément à l'article 1er de ses Statuts, **l'objectif final de la politique monétaire de la BEAC est de garantir la stabilité monétaire. Sans préjudice de cet objectif, la BEAC apporte son soutien aux politiques économiques générales élaborées par les Etats membres**. Pour la BEAC, dont la monnaie est rattachée à l'Euro par une parité fixe, l'objectif de stabilité monétaire signifie un taux d'inflation faible et un taux de couverture de la monnaie suffisant (le seuil minimal est de 20 %⁴). **On peut donc identifier trois (03) objectifs à atteindre pour la BEAC**. Notons que les pays appartenant à cette Banque Centrale évoluent en régime de change fixe, et de ce fait l'objectif de stabilité des prix est de fait maîtrisé par nature de l'ancrage à l'Euro et n'est plus un réel enjeu pour cette Banque Centrale. **Il serait donc plus intéressant d'examiner l'arbitrage entre la stabilité externe de la monnaie et le soutien à l'économie au sein de la BEAC ; d'où la question de savoir : Quelle est la préférence relative de la BEAC en termes d'objectifs ?** Ainsi, l'objectif de cet article sera de **mesurer empiriquement le degré de**

(*third-best*). La solution de premier degré (*first-best*) consiste à déraciner la distorsion présente sur le marché du travail (distorsions fiscales, présence de syndicats,...).

⁴ La convention monétaire et les réglementations en matière de change prévoient dans la CEMAC : le rapatriement et la rétrocession de l'ensemble des actifs en devises étrangères détenus par toutes les entités résidentes de la CEMAC, y compris les États membres, à la BEAC ; la mise en commun de l'ensemble des réserves internationales de la CEMAC à la BEAC ; l'obligation pour la BEAC de maintenir au moins 50 % de ses réserves internationales sur le compte d'opérations et de s'assurer que ses réserves internationales représentent au moins 20 % de ses exigibilités à vue.

conservatisme de la BEAC et d'en déduire sa préférence en termes d'objectifs.

Cet article qui complète la littérature qui est très limitée sur cette thématique est une étude pionnière en Afrique Subsaharienne (ASS) qui construit un indice de conservatisme pour la Banque Centrale de Etats de l'Afrique Centrale. A notre connaissance, seul Leveigue et al. (2016) l'on fait pour 73 pays dont deux d'Afrique Subsaharienne (ASS). A l'aide de la mesure développée par Leveigue et Lucotte (2014), nos résultats montrent que dans la hiérarchisation des préférences des objectifs de politique monétaire, la BEAC aurait accordé plus de priorité au soutien de l'activité économique qu'à la couverture extérieure de la monnaie. L'objectif de stabilité des prix étant naturellement atteint en régime de change fixe.

Le reste de l'article est organisé comme suit. : La section (I) est consacrée à la présentation des fondements aussi bien théoriques et qu'empiriques. La section (II) présente la méthodologie. La section (III) présente et discute des résultats, puis nous achevons l'article par conclusion.

Revue de la Litterature

Quelques études théoriques (A) et empiriques (B) mettent en exergue les considérations relatives à l'analyse du conservatisme des Banques Centrales et l'efficacité de la politique monétaire.

Origines et considérations théoriques du conservatisme : l'incohérence temporelle

L'idée centrale dans la théorie est qu'une Banque Centrale coupée du pouvoir politique serait la garante de la stabilité des prix et ce, sans influencer d'autres variables macroéconomiques comme la croissance ou le chômage. Cette théorie est née autour de la problématique de « **l'incohérence temporelle** » entre les objectifs fixés par le gouvernement et les objectifs réellement atteints par ce dernier en matière monétaire (Kydland et Prescott, 1977). Cette incohérence pose la question de l'optimisation du bien-être social en usant de manière discrétionnaire des instruments de politique économique. Kydland et Prescott⁵ résument cette incohérence en une

⁵La théorie économique de Kydland et Prescott (1977) n'est pas exempte de critiques. Le modèle proposé par ces deux économistes se basait essentiellement sur un modèle d'économie nationale fermée. La place des phénomènes économiques internationaux et autres chocs externes était réduite à sa portion congrue, alors que le système économique international connaissait alors de fortes turbulences (fin du système monétaire de Bretton Woods et chocs pétroliers ; Steiner, (2003)). Comme autre paradoxe, alors que les premiers modèles intégraient d'autres déterminants de l'inflation au plan conceptuel du moins, les travaux les plus actuels semblent désormais limiter la source première de l'inflation à la politique monétaire. Ce point est d'autant plus paradoxal que les travaux de Barro et Gordon qui ont ouvert la voie à l'application du modèle de Kydland et Prescott à la politique monétaire se

maxime « **la règle contre la discrétion** », et en un axiome, la règle peut permettre au gouvernement d'optimaliser le bien-être social, jamais l'utilisation discrétionnaire.

En s'appuyant sur une courbe d'offre de Phillips augmentée des anticipations rationnelles à la Lucas, Barro et Gordon (1983) déduisent que l'utilisation discrétionnaire de la politique monétaire, ou le non-respect de la règle comme par exemple une cible d'inflation, serait indubitablement contrecarrée par les agents économiques et produirait l'effet contraire escompté à savoir, dans le cas de la politique monétaire, par une augmentation de l'inflation. En effet, dans un premier temps, le gouvernement fixe un objectif d'inflation pour l'année à venir. Ce signal émis, les acteurs privés engageant la négociation collective en vue d'ajuster les salaires. La négociation collective aboutie, le gouvernement a tout intérêt, en régime discrétionnaire, d'user de l'arme monétaire et ce, malgré la règle fixée auparavant.

Le calcul du gouvernement est simple : il s'agit pour lui d'initier une politique monétaire expansive favorisant la demande globale, donc l'emploi, et ce sans hausse de l'inflation, les salaires étant déjà fixés. Cependant, les acteurs privés ayant anticipé rationnellement une telle « **tricherie** », les résultats des négociations collectives incorporeraient déjà une hausse du revenu annuel nominal ; hausse tenant compte d'un dépassement de la cible d'inflation du gouvernement en raison d'une probable politique monétaire expansive de ce dernier. Conséquences : Le niveau d'emploi varie peu mais, surtout l'inflation augmente significativement. En d'autres termes, il y a là une incohérence temporelle entre les objectifs originellement fixés par le gouvernement et les résultats atteints par ce dernier.

De ce fait, la négociation collective aboutie, le gouvernement a tout intérêt, en régime discrétionnaire, d'user de l'arme monétaire et ce, malgré la règle fixée auparavant. Dès lors, la question est de savoir pourquoi ce gouvernement adopte un comportement discrétionnaire ? A cet effet, Alesina (1989) puis Alesina et Roubini (1994), complète les travaux de Barro et Gordon (1983) par l'apport de Nordhaus (1975) sur le cycle politico-économique. Selon ces travaux, l'opportunisme des gouvernants les conduit, peu avant une élection, à user de manière discrétionnaire de l'arme monétaire afin d'augmenter leurs chances de réélection, sans tenir toutefois compte des effets néfastes d'une telle politique sur la stabilité des prix.

Solution au problème de l'incohérence temporelle

La solution au problème posé par le comportement discrétionnaire des autorités politiques, proposé dans la littérature consiste à « **lier** » les mains du

basaient à l'époque sur une courbe de Phillips. Cela signifiait que l'impact de l'emploi, et par extension le résultat de la négociation collective influait également sur le niveau des prix.

gouvernement en matière de politique monétaire. Plusieurs mesures ont été proposées pour atteindre cet objectif. Kydland et Prescott (1977) ont prôné l'établissement d'une règle de conduite monétaire. Barro et Gordon (1983) rétorquent qu'une règle seule, une cible de croissance de la masse monétaire par exemple ne suffit pas. Il faut y adjoindre l'idée de « **réputation** ». Pour eux, plus un gouvernement respecte la règle monétaire précédemment fixée, plus sa réputation augmente auprès des acteurs privés, plus sa crédibilité en matière de politique monétaire se renforce. Ainsi, une « bonne » réputation en politique monétaire, entendue comme une moindre déviation par rapport à la règle, conduit les partenaires sociaux à faire confiance aux cibles annoncées et donc, à modérer les hausses salariales issues de la négociation collective. Les performances économiques du gouvernement s'en trouvent ainsi améliorées.

Pour Rogoff⁶ (1985), la réputation et la crédibilité finissent tôt ou tard par céder le pas face aux velléités des gouvernants à appliquer une politique discrétionnaire. Sa solution réside dans la nomination d'un gouverneur « **conservateur** » à la tête de la Banque Centrale, ce qui signifie que l'autorité monétaire suit une fonction objective qui donne plus d'importance à la lutte contre l'inflation qu'au soutien à la croissance ou à la lutte contre le chômage. L'autorité monétaire est conservatrice, si elle s'écarte des préférences sociales en donnant un poids plus important à la stabilité des prix. Dans ce contexte, le banquier central conservateur assurerait le maintien de la règle monétaire tout en renforçant la réputation et la crédibilité de son institution et par extension, celles du gouvernement.

Walsh (1995) critique cette dernière idée sur un point de logique. Il avance qu'un gouvernement peut certes déléguer le respect de la règle monétaire à un banquier central conservateur mais, sans moyens pratiques pour y parvenir cette délégalation de compétence reste vaine. Le premier moyen pratique d'y parvenir consiste à donner au banquier central le choix de la cible d'inflation. Sans une telle mesure, un gouvernement serait toujours tenté de fixer cet objectif à un niveau plus haut que l'équilibre d'inflation socialement optimal et ce, malgré la présence d'un banquier central conservateur. Mais se pose encore le problème du respect par le gouverneur de ses engagements. S'inspirant de la théorie du principal-agent (le gouvernement et la société sont le principal et le banquier est l'agent), Walsh (1995) montre qu'« **un contrat** » peut-être passe entre les deux agents, avec un objectif en termes d'inflation.

⁶ Le processus du jeu de Rogoff (1985) se fait comme suit : (1) un conservateur qui détermine la politique monétaire est nommé, (2) les agents privés anticipent le taux d'inflation et fixe le salaire nominal, connaissant l'objectif du gouvernement, (3) le choc se réalise, (4) en raison des fluctuations, le banquier central fait subir à la politique monétaire des modifications, (5) de l'observation *ex-post* de la situation sur le marché du travail, le banquier central est maintenu ou il perd son poste au profit d'un gouverneur moins conservateur.

En cas de non-respect du contrat, le principal peut punir l'agent (le meilleur moyen, selon Walsh, est d'indexer le salaire du banquier central en fonction des résultats obtenus en matière d'inflation pour l'inciter à respecter ses engagements et ainsi atteindre l'équilibre socialement optimal et le risque de limogeage).

Mais l'inefficacité dans le temps de toutes ces mesures, ont conduit à envisager la solution de la coupure institutionnelle de la Banque Centrale du pouvoir politique. Cette solution est soutenue par les travaux empiriques démontrant le lien entre indépendance de la banque centrale et contrôle de l'inflation.

Lohmann (1992) introduit le principe d'*override* (ou *escape clause*) c'est-à-dire la possibilité que le gouvernement puisse intervenir auprès de la banque centrale, quand celle-ci exagère en termes de rigidité. Autrement dit, on accepte le principe du conservatisme, mais on cherche à limiter les effets négatifs de la perte de flexibilité, en donnant la possibilité au gouvernement d'intervenir dans les cas extrêmes.

Eijffinger et Hoerberichts (1998) montrent que le conservatisme et l'indépendance sont des substituts stratégiques et qu'il existe un compromis entre eux, dans le sens où une société peut choisir de nommer un gouverneur plus conservateur pour compenser un manque d'indépendance de la Banque Centrale.

Quelques enseignements empiriques sur le conservatisme

De plus en plus, les chercheurs ont reconnu que l'indépendance et le conservatisme des Banques Centrales sont des concepts différents (Eijffinger et Hoerberichts (1998), Hefeker et Zimmer (2011), Darabi et Samimi (2016)). L'indépendance est comme une caractéristique institutionnelle du régime monétaire, tandis que le conservatisme est une attitude personnelle du banquier central et une caractéristique clé du responsable de la politique monétaire. De nombreuses études ont montré qu'il est optimal d'engager un banquier central plus conservateur que le citoyen moyen (Rogoff (1985), Herrendorf et Lockwood (1997), Hallet et Proske (2018)).

Clarida et al. (1999) ont montré que la nomination d'un banquier central conservateur est souhaitable dans un nouveau modèle keynésien⁷, dans lequel

⁷ Dans la vision keynésienne, la Banque Centrale est un organe technique qui conserve un pouvoir discrétionnaire dans la mise en œuvre de la politique au jour le jour ; et la nécessité d'une coopération entre la Banque Centrale et le trésor public est soulignée (Bibow (2002), Rivot (2013)). Cependant, dans cette perspective, le besoin de coopération est défini dans un ensemble de règles qui régissent la relation hiérarchique entre le responsable de la politique monétaire (c'est-à-dire le gouvernement) et une bureaucratie d'experts (c'est-à-dire la Banque Centrale). En d'autres termes, la conception de la Banque Centrale ne sera probablement rien de plus qu'une application des règles générales qui régissent les interactions entre le mandant politique et ses agents administratifs bureaucratiques.

la présence de chocs persistants liés aux coûts crée un biais de stabilisation dans la politique monétaire discrétionnaire ; c'est-à-dire un arbitrage à court terme inférieur entre la stabilisation de l'inflation et de la production par rapport à la politique de Ramsey⁸ non cohérente dans le temps. Adam et Billi (2008, 2014) et Niemann (2011) ont examiné les avantages de la politique monétaire discrétionnaire de conservatisme dans des versions des nouveaux modèles keynésiens complétées et par une politique budgétaire endogène. Cependant, toutes ces études ont fait abstraction de la contrainte de la Banque Centrale à taux directeur zéro.

Tachibana (2004) à partir du poids relatif des fluctuations de la production et de l'inflation dans la fonction de perte de la Banque Centrale, déduit l'objectif qui déplaît à l'autorité monétaire. Il propose une méthode pour estimer ce poids, qui est différente de celle de Cecchetti et Ehrmann (2002)⁹. Il examine les politiques monétaires au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis après le premier choc pétrolier. Il s'avère que le Royaume-Uni a la plus grande aversion pour la variabilité de la production parmi les trois pays de l'échantillon complet et que les trois pays de l'échantillon n'apprécient pas la variabilité de l'inflation depuis 1980 environ.

Krause et Méndez (2005) vont générer des données sur les préférences relatives des décideurs de politique pour la stabilité de l'inflation et la stabilité de la production. Ils réexamineront le comportement des décideurs politiques et des partis politiques pour 24 pays en utilisant une nouvelle approche. Les auteurs font l'hypothèse que ce comportement est essentiel à la fois dans les modèles de cycles partisans et dans l'analyse des cycles politiques opportunistes. Leurs résultats suggèrent que les partis de droite affichent une préférence relative plus élevée pour la stabilisation de l'inflation que les partis de gauche. Ils obtiennent également des résultats mitigés sur le comportement opportuniste des partis en place. Enfin, lorsqu'ils analysent le comportement des idéologies de gauche et de droite séparément, ils trouvent un soutien écrasant dans la ressemblance des partis au cours de l'année électorale et de fortes preuves du comportement opportuniste des partis de droite.

Assenmacher (2006) va estimer les fonctions de réaction de la politique monétaire pour les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne en utilisant un modèle à changement de régime Markov qui permet des changements dans les coefficients de la fonction de réaction de la Banque Centrale, ainsi que des changements indépendants dans la variance résiduelle. Les estimations indiquent que la politique des Banques Centrales peut être caractérisée comme relevant d'un régime de faible et de forte inflation. Pour

⁸ Aux Etats-Unis d'Amérique.

⁹ Voir : Cecchetti S. et Ehrmann M. (2002). Does inflation targeting increase output volatility ? an international comparison of policymakers' preferences and outcomes. Working Paper 7426 <http://www.nber.org/papers/w7426>.

retrouver les préférences des Banques Centrales, l'auteur estime les paramètres de préférence conjointement avec un petit modèle de l'économie. Les résultats montrent que la Bundesbank a accordé un poids relativement plus important à l'inflation que la Fed. De plus, pour la Bundesbank et la Fed, les différences entre les deux régimes semblent provenir principalement d'une préférence changeante pour le lissage des taux d'intérêt.

Adam et Billi (2008) vont étudier empiriquement un jeu de conservatisme entre la politique monétaire et la politique fiscale sans engagement et non coopératif, dans une économie dynamique, stochastique à prix rigides avec des distorsions monopolistiques. Dans ce contexte, la politique monétaire détermine les taux d'intérêt nominaux et la politique fiscale fournit des biens publics générant une utilité au secteur privé. Les auteurs constatent que l'absence d'engagement budgétaire donne lieu à des dépenses publiques excessives. Le taux d'inflation optimal internalisant cette distorsion est positif, mais le manque d'engagement monétaire génère trop d'inflation. Pour eux, une autorité monétaire conservatrice reste donc souhaitable. Ils concluent que, lorsque la politique budgétaire est déterminée avant la politique monétaire à chaque période, l'autorité monétaire doit se concentrer exclusivement sur la stabilisation de l'inflation. Le conservatisme monétaire élimine alors les biais d'état stationnaire associés au manque d'engagement monétaire et fiscal et conduit à une politique de stabilisation proche de l'optimum.

Pasca, Aragón et Marcelo (2012) dans une étude vont identifier les préférences de l'autorité monétaire dans le régime péruvien de ciblage de l'inflation à travers la dérivation de règles monétaires optimales. Pour ce faire, les auteurs ont utilisé une stratégie de calibration basée sur le choix des valeurs des paramètres de préférences, qui minimisent la déviation carrée entre le taux d'intérêt réel et le taux d'intérêt optimal de simulation. Les résultats ont montré que l'autorité monétaire a appliqué un système de ciblage flexible de l'inflation, donnant la priorité à la stabilisation de l'inflation, mais sans négliger le gradualisme des taux d'intérêt.

Levieuge et Lucotte (2012, 2014) proposent une mesure empirique, simple et indépendante du conservatisme des Banques Centrales basée sur la courbe de Taylor (1979). Cette courbe traduit l'arbitrage entre variabilité de l'inflation (σ_{π}^2) et variabilité de l'output (σ_y^2) auquel les autorités monétaires sont confrontées. Pour ces auteurs, ce nouvel indicateur peut facilement être étendu dans le temps et dans l'espace, quel que soit le régime monétaire sous-jacent des pays considérés. Ils démontrent qu'il évolue en fonction des expériences monétaires de 32 pays membres de l'Organisation pour la Coopération et le Développement Economique (OCDE) depuis 1980 ; et qu'il est largement équivalent à la mesure basée sur un modèle fourni par

Krause et Méndez (2005). Les auteurs finissent par mettre en avant l'intérêt d'un tel indicateur pour des analyses empiriques ultérieures portant sur les préférences des Banques Centrales.

En utilisant le modèle de Rogoff (1985), Hallett et Prosk (2017) déterminent à quel point l'aversion à l'inflation d'un banquier central devrait être important, étant donné le niveau de volatilité et l'écart de production projeté dans l'économie. Les auteurs confirment un fort degré de conservatisme, presque le double de ce que la société aurait choisi. Mais, pour une série de pays en développement et de l'OCDE, les économies qui connaissent systématiquement des niveaux plus élevés de volatilité de la production auraient intérêt à engager un banquier central plus averse à l'inflation que la société, mais moins que dans les économies développées stables. Ainsi, si un banquier central conservateur reste souhaitable, et le *trade-off* se fait avec la volatilité de la production plutôt qu'avec l'écart de production lui-même.

Nakata et Schmidt (2018) étudient la politique monétaire optimale lorsque la limite inférieure au taux zéro est occasionnellement contraignante et que les anticipations de futurs créent un arbitrage pour les Banques Centrales discrétionnaires entre la stabilisation de l'inflation et de la production. Comme conséquence, les auteurs constatent que l'inflation tombe systématiquement en dessous de la cible même lorsque le taux directeur est supérieur à zéro et que la nomination d'un banquier central conservateur à la Rogoff (1985) réduit les coûts de bien-être de la politique discrétionnaire induite par la limite inférieure à ce taux zéro.

Masciandaro (2020) en utilisant une approche d'économie politique met en lumière la façon dont deux (02) facteurs - les préférences des banquiers centraux et la conception de la Banque Centrale - ont progressivement assumé un rôle crucial dans l'évolution de l'économie de la politique monétaire au cours des quatre dernières décennies. Ces deux facteurs mettent conjointement en évidence l'importance de la gouvernance de la Banque Centrale pour influencer les décisions de politique monétaire par le biais de leurs interactions avec les règles de politique monétaire, compte tenu de certaines hypothèses sur le fonctionnement des systèmes macroéconomiques. En outre l'auteur montre que la compréhension de la pertinence de la gouvernance des Banques Centrales a été récemment enrichie par l'application de la perspective de l'économie comportementale.

Approche Methodologique

Parallèlement, comme dans le cas de l'indépendance des Banques Centrales, les chercheurs ont développé des indices du conservatisme des banquiers centraux (Fry (1998), Ozlale (2003), Berger et Woitek (2005),

Dennis (2006), Leveuge et Lucotte (2014), Berlemann et Hielscher (2013, 2016)).

Dans cette étude, la méthodologie s'appuie sur la formulation de Leveuge et Lucotte (2014) pour mesurer le degré de conservatisme de la BEAC. Ces auteurs ont développé un indicateur fondé sur l'arbitrage d'objectifs théorisé par Taylor (1979) ; qui permet d'identifier les préférences relatives des autorités monétaires en termes de stabilisation de l'inflation d'une part, et de l'output d'autre part. L'importance relative accordée à l'objectif de stabilisation de l'inflation (par rapport à tout autre objectif) peut être représentée et déduite de la courbe de Taylor (1979), qui représente le compromis entre volatilité des prix et de la production. Cette courbe traduit l'arbitrage entre variabilité de l'inflation ($\sigma_{\pi}^2 \sigma_{\pi}^2$) et variabilité de l'output ($\sigma_y^2 \sigma_y^2$). Par extension, une préférence élevée pour l'objectif de stabilité des prix coïncide avec le degré de conservatisme des Banques Centrales au sens de Rogoff (1985).

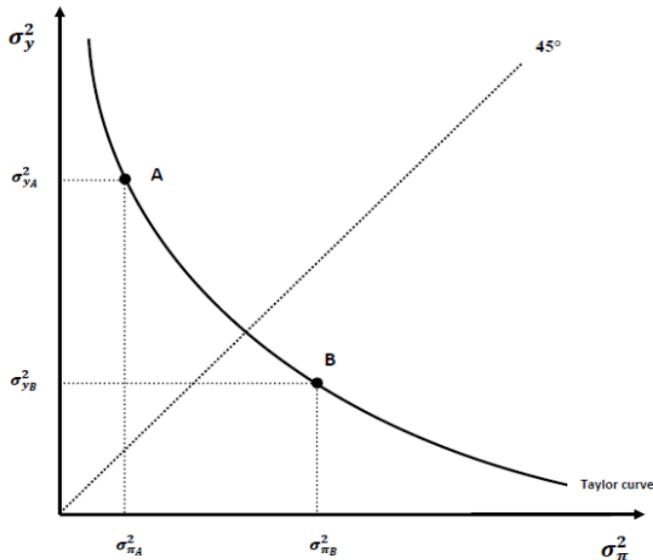
Les tentatives de mesure du conservatisme sont très rares dans la littérature, elles sont souvent invariantes dans le temps et dans l'espace, et dépendantes du modèle. Ces mises en garde sont contournées par le récent indicateur conservatisme proposé par Leveuge et Lucotte (2014). Leur indicateur présente au moins deux (02) avantages principaux. Il varie dans le temps et est indépendant du modèle. Il n'impose aucune hypothèse concernant la règle de politique monétaire ou la stratégie suivie par une Banque Centrale. Ainsi, il peut évaluer les préférences relatives d'une Banque Centrale quel que soit le régime monétaire en place. Ces caractéristiques sont particulièrement importantes pour notre étude, car nous considérons que les stratégies de politique monétaire ont considérablement changé dans le monde au cours des dernières décennies. Cet indicateur présente ainsi l'avantage d'être simple à calculer (seules les variances empiriques de l'inflation et de l'activité sont requises) et indépendant de tout modèle.

Théoriquement, tout point sur la courbe de Taylor (1979) est le résultat, en termes de variances de l'output et de l'inflation, d'une politique monétaire optimale, étant donné le modèle structurel de l'économie et le poids relatif λ assigné à la stabilisation de l'inflation dans une fonction objectif assimilable à (1). La courbe de Taylor peut ainsi être vue comme une frontière

d'efficacité qui relie tous les couples ($\sigma_y^2; \sigma_{\pi}^2$) ($\sigma_y^2; \sigma_{\pi}^2$) générés par une politique monétaire optimale conditionnellement à λ . Partant de ce fondement théorique, Leveuge et Lucotte (2014) suggèrent que la position d'un pays sur cette courbe, à un moment donné, révèle les préférences relatives de la Banque Centrale correspondante. Une Banque Centrale peut être considérée comme

plus aversé à l'inflation lorsque le couple $(\sigma_y^2; \sigma_\pi^2)$ observé se situe au-dessus de la bissectrice. Le point **A** traduit le cas où les autorités monétaires ont une nette préférence relative pour la stabilisation de l'inflation. Au contraire, le point **B** renvoie à une situation où la priorité est donnée à la stabilisation de l'output (voir le **graphique 1** ci-dessous).

Graphique 1 : Courbe de Taylor et degré de conservatisme.



Source : Levieuge et Lucotte (2014).

La méthode d'identification proposée consiste ainsi à **calculer la valeur de l'angle de la droite** partant de l'origine et reliant le couple $(\sigma_y^2; \sigma_\pi^2)$ observé pour un pays, à une date donnée ou pour une période donnée. Soit, conformément à la définition trigonométrique usuelle :

$$\text{angle } (\alpha) = \text{atan} \left(\frac{\sigma_y^2; \sigma_\pi^2}{\sigma_y^2; \sigma_\pi^2} \right) \times 180 / \pi \quad (1)$$

Il suffit finalement d'opérer un changement d'échelle, en divisant par **90**, pour obtenir un indicateur de λ , compris entre **0** et **1**, nommé **CONS**, et qui peut être interprété comme le degré de conservatisme des autorités monétaires¹⁰, soit :

¹⁰ En toute rigueur, il faudrait parler de degré d'aversion des autorités monétaires à l'inflation. Toutefois, Levieuge et Lucotte (2014) montrent qu'il est acceptable de considérer que le degré d'aversion des autorités monétaires à l'inflation est supérieur à celui de la société.

$$CONS = \frac{1}{90} \left[atan \left(\frac{\sigma_y^2}{\sigma_\pi^2} \right) \times 180 / pi \right]$$

(2)

Notons que cet indicateur *CONS* est compris entre **0** et **1**. Plus la Banque Centrale se rapproche d'un score de **1** plus elle est considérée comme conservatrice.

Partant de là, dans le cas de la CEMAC¹¹, l'objectif de stabilité des prix est maîtrisé par nature du fait l'ancrage à l'Euro et n'est plus un réel enjeu pour la BEAC qui évolue en régime de change fixe. **Il serait donc intéressant d'examiner l'arbitrage entre la stabilité externe de la monnaie et le soutien à l'économie au sein de la BEAC.** Ainsi, nous remplaçons dans la formulation de Levieuge et Lucotte (2014) l'objectif inflation (variabilité de l'inflation) par l'objectif de stabilité externe de la monnaie (variabilité du taux de couverture extérieur de la monnaie).

Nature et source des données

Les données recueillies sont de sources secondaires. Il s'agit des variables macroéconomiques suivantes : le taux d'inflation (indice de prix à la consommation) dans le pays *i* au cours de l'année *t* (**INFL_{i,t}**) et le taux de croissance réelle du Produit Intérieur Brut par habitant dans le pays *i* au cours de l'année *t* (**PIB_{i,t}**). Ces données proviennent des bases statistiques de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale de 2018. L'indice de conservatisme est donc calculé par nos propres soins suivant la méthodologie de Levieuge et Lucotte (2014). L'échantillon porte sur les (06) pays de la CEMAC (le Cameroun, le Congo, le Gabon, le Guinée Equatoriale, le République Centrafricaine et le Tchad) qui se retrouvent au sein de la BEAC et la périodicité est annuelle. Elle part de 1980 à 2015.

Presentation et Interpretation des Resultats

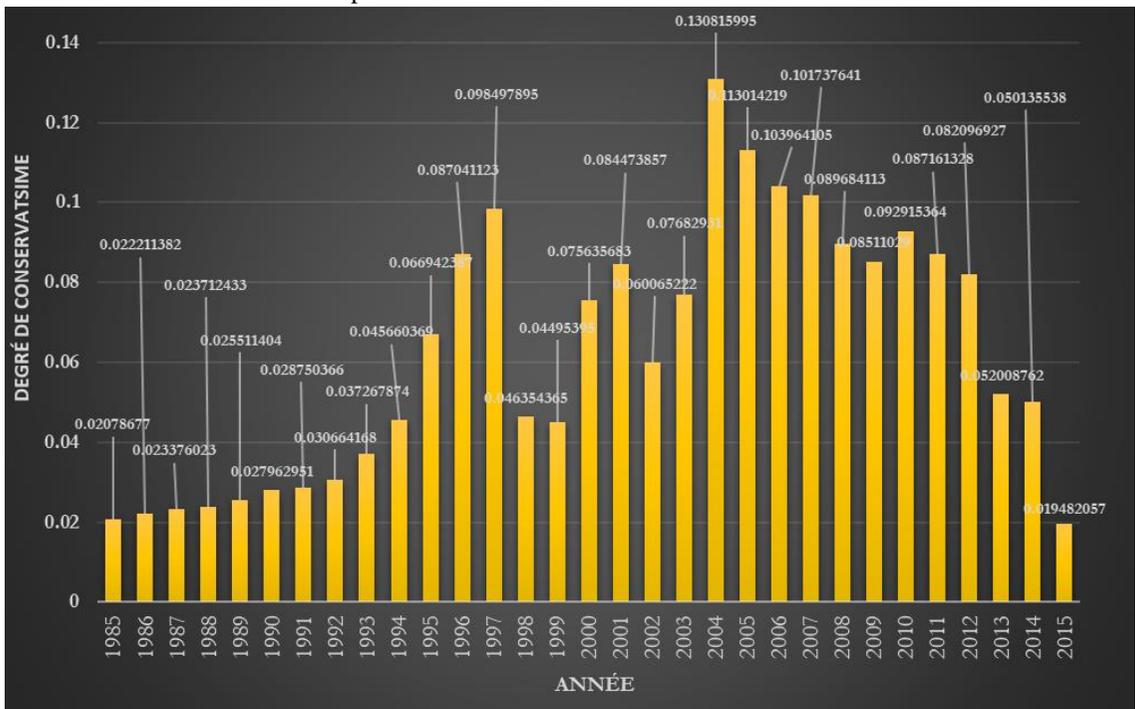
Par application, le degré de conservatisme relatif à la couverture extérieur de la monnaie dans la zone CEMAC est assez faible soit en **0.06241367 point** sur la période 1985-2015. Le **graphique 2** qui est la représentation graphique de la formulation de Levieuge et Lucotte (2014) montre que **la plupart des actions et décisions de politique monétaire au sein de la BEAC entre 1980 et 2015 ont largement eu une préférence pour l'objectif de soutien de la croissance économique par rapport à l'objectif**

¹¹ Communauté Economique et Monétaire des Etats de l'Afrique Centrale.

de couverture extérieur de la monnaie. Il en est de même pour Banque Centrale du Nigéria évoluant en change flexible (**0.415877 point**) (voir **graphique 3**) et dont les objectifs de politique monétaire sont la stabilité des prix, la stabilité macroéconomique et la croissance économique. Les objectifs de cette Banque Centrale se rapprochent à celle de BEAC, nous constatons qu'elle a également accordé beaucoup plus de privilège l'objectif de croissance économique malgré le fait qu'elle évolue en change flexible.

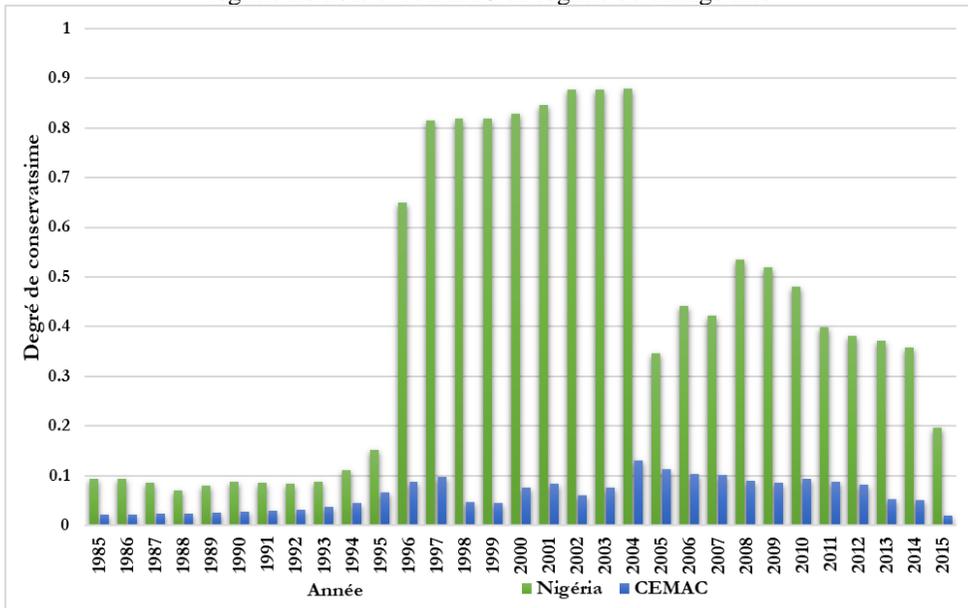
Par contre, **le graphique 4** qui présente l'arbitrage entre l'objectif de stabilité des prix et l'objectif de soutien à l'économie par année dans la CEMAC montre qu'après la dévaluation du Franc CFA de 1994, la stabilité des prix a été prioritaire au soutien à l'économie. Cela justifie bien les réformes de politique monétaire qui sont survenues à cette époque au sein de la BEAC, dont le but était de réduire l'inflation induite par la dévaluation de la monnaie de la Zone Franc.

Graphique 2 : Arbitrage la couverture extérieure de la monnaie et le soutien à l'économie par année dans la CEMAC 1995 et 2015.



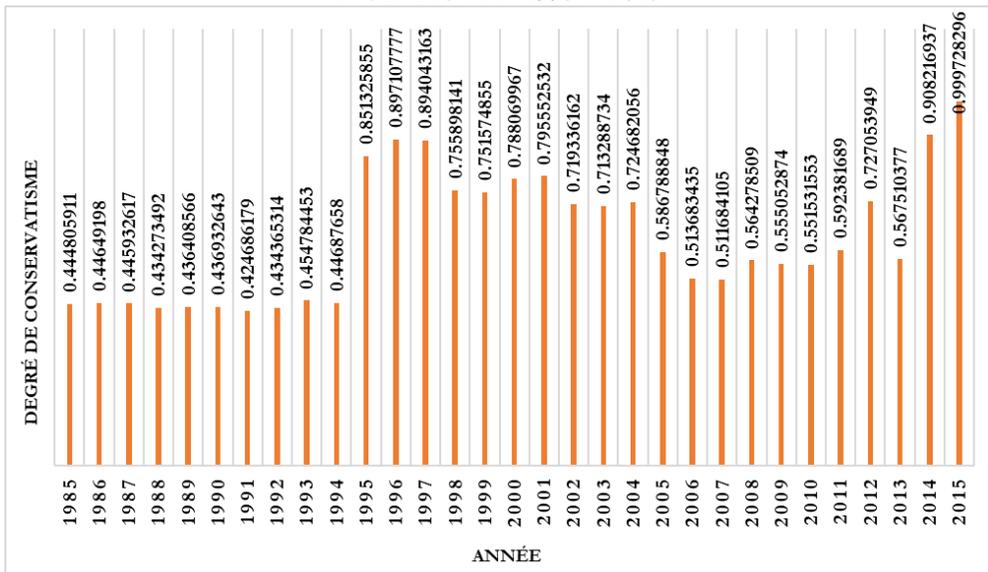
Source : Construction des auteurs

Graphique 3 : Comparaison de conservatisme entre la Banque Centrale du Nigéria en régime flexible et la BEAC en régime de change fixe



Source : Construction des auteurs

Graphique 4 : Arbitrage entre la stabilité des prix et le soutien à l'économie par année dans la CEMAC entre 1995 et 2015



Source : Construction des auteurs

Conclusion

La littérature décrit le banquier central moderne comme un joueur aux préférences conservatrices dont les incitations dépendent d'un cadre qui

garantit son statut d'agent de politique monétaire indépendant. En outre, il est également reconnu que les banquiers centraux sont des individus qui sont soumis aux mêmes sources de biais comportementaux que tous les individus. En présence d'un biais comportemental, le résultat de la prise en compte de différents ensembles d'informations ou de différentes règles de gouvernance peut être sensiblement différent du résultat de l'analyse standard.

En Afrique Subsaharienne, la mise en œuvre des politiques monétaires est plus compliquée qu'avant en raison de la vulnérabilité des pays à l'évolution défavorable des termes de l'échange, de l'approfondissement financier en cours et de l'évolution des régimes de change. De plus, elle se heurte à un certain nombre d'obstacles institutionnels et de problèmes de capacités, notamment l'absence de données adéquates pour mesurer correctement l'inflation étant donné la dichotomie villes/campagnes dans le panier de consommation, l'état de l'économie, une compréhension imparfaite des canaux de transmission, une responsabilisation insuffisante concernant les objectifs de politique économique et la transparence des processus décisionnels, et une attention insuffisante aux stratégies de communication. L'objectif de cet article était de mesurer empiriquement le degré de conservatisme de la BEAC et d'en déduire sa préférence en termes d'objectifs. Les résultats démontrent que la plupart des actions et décisions de politique monétaire au sein de la BEAC entre 1980 et 2015 ont largement eu une préférence pour l'objectif de soutien de la croissance économique par rapport à l'objectif de couverture extérieure de la monnaie.

Sur le plan normatif, cela soulève la question de la détermination d'instruments adéquats (en termes de nombre et d'assignation) pour atteindre ces objectifs parfois contradictoires. Pour être pleinement efficace, cela nécessiterait également des réformes formelles énonçant de tels objectifs supplémentaires en droit. Les banques centrales et particulièrement la BEAC serait alors officiellement responsable de ces objectifs.

En d'autres termes, les banquiers centraux peuvent justifier leurs actions en invoquant des raisons informationnelles ou des motifs de gouvernance. Toutefois, comme il s'agit à la fois de bureaucrates (c'est-à-dire d'acteurs soucieux de leur carrière) et d'humains, d'autres éléments peuvent entrer en jeu. Cette perspective mérite l'attention étant donné que l'analyse de la conception des Banques Centrales doit tenir compte de la pertinence potentielle des biais comportementaux. Les recherches futures devront s'attacher davantage à mettre en évidence la relation entre les biais comportementaux et les différentes configurations des organes de politique monétaire.

Conflit d'intérêts : Les auteurs n'ont signalé aucun conflit d'intérêts.

Disponibilité des données : Toutes les données sont incluses dans le contenu de l'article.

Déclaration de financement : Les auteurs n'ont obtenu aucun financement pour cette recherche.

References:

1. Adam K. et Billi R. (2008). Monetary conservatism and fiscal policy. *Journal of monetary policy - Fedarl Reserve Bank of Kansas City* – 07-01- July 2008.
2. Adam K. et Billi M. (2014). Distortionary fiscal policy and monetary policy goals. *Economics Letters* - N 122 - (1), pp.1-6.
3. Adjemian S. et Devulder A. (2011). Evaluation de la politique monétaire dans un modèle DSGE pour la zone Euro. *Revue Française d'Economie*. N° 1/Vol XXVI. 2011-pp. 201-245 - ISSN 0769-0479.
4. Alesina A. (1989). Politics and business cycles in industrial democracies. *Economic Policy*, N .8 - pp.57-98.
5. Alesina A. et Roubini N. (1994). Political cycles in OECD Economies. In T. Persson et G. Tabellini (eds), *Monetary and Fiscal Policy, M.I.T. Press* - Vol.2 - pp.99-136.
6. Assenmacher K. (2006). Estimating Central Bank's preferences from a time-varying empirical reaction function. *European Economic Review* . N -50(8) - pp.1951-1974 DOI:10.1016/j.eurocorev.2005.10.003 - European Central Bank- November (2006).
7. Avouyi-Dovi S., Matheron J. et Fève P (2007). Les modèles DSGE : leur intérêt pour les Banques Centrales. *Bulletin de la Banque de France* - N° 161- Mai 2007.
8. Barro R. et Gordon D. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*. Vol. 12 – July - pp. 101-122.
9. Berger H. et Woitek U. (2005). Does conservatism matter ? A time series approach to Central Banking. *Economic Journal*. N 115- pp.745-766.
10. Berlemann M. et Hielscher K. (2013). Effective monetary conservatism : A comparison of 13 OECD Countries. *Scottish Journal of Political Economy*. N 60 - pp.267-290.
11. Berlemann M. et Hielscher K. (2016). Measuring effective monetary conservatism of Central Banks : A dynamic approach. *Annals of Economics and Finance*. N 17 (1), pp - 105-132.
12. Bibow J. (2002). Keynes on Central Banking and the structure of monetary policy, *History of Political Economy*. N 34 (4)- pp.749-787.

13. Calvo G. (1978). On the time consistency of optimal policy in a monetary economy, *Econometrica*. N 46 (6) - pp.1411-1428.
14. Cecchetti S. et Ehrmann M. (2002). Does inflation targeting increase output volatility ? an international comparison of policymakers' preferences and outcomes. Working Paper 7426 <http://www.nber.org/papers/w7426>.
15. Loayza, K. Schmidt-Hebbel et N. Loayza (Eds.), Monetary policy : rules and transmission mechanisms. Vol. 4 - Central Bank of Chile - Chap. 9 - pp. 247-274.
16. Clarida R., Gali J. et Gertler M. (1999). The science of monetary policy : A new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature* - N 37 (4), pp.1661-1707.
17. Darabi K. et Samimi J. (2016). Central Bank independence and Central Bank conservatism : theory with an application to Iran. *Journal of Money and Economy*. N 11 (1)- pp.15-30.
18. Dennis R. (2006). The policy preferences of the US Federal Reserve. *Journal of Applied Econometrics*. N 21 - pp. 55-77.
19. Eijffinger, S. et Hoeberichts, M. (1998), The trade off between Central Bank independence and conservativeness. *Discussion Paper N - 9644* - Mai, CentER for Economic Research, Tilburg.
20. Frappa S. et Mésonnier J.-S. (2010) : The housing price boom of the late 1990's : did inflation targeting matter ? *Journal of Financial Stability*. Vol. 6, N°4 - pp. 243-254.
21. Fry M. (1998). Assessing Central Bank independence in developing countries : Do actions speak louder than words. *Oxford Economic Papers*. N 50 - pp.512-529.
22. Goodhart C. A. E. et Schoenmaker D. (1995). Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated ? *Oxford Economic Papers*. Vol. 47, pp. 539-560.
23. Hallet A. et Prosk D. (2018). Conservative Central Banks : How conservative should a Central Bank be ? *Scottish Journal of Political Economy*. N 65 (1), pp - 97-104.
24. Hallett A. H et Prosk L D (2017). Conservative Central Banks : How conservative should a Central Bank be ? *Scottish Journal of Political Economy*. DOI : 10.1111/sjpe.12149. Scottish Economic Society (2017).
25. Hefeker C. et Zimmer B. (2011). The optimal choice of Central Bank independence and conservatism under uncertainty. *Journal of Macroeconomics*. N 33 (4) - pp.595-606.
26. Herrendorf B. et Lockwood B. (1997). Rogoff's "Conservative" Central Banker restored. *Journal of Money, Credit and Banking*. N 29(4) - pp.476-495.

27. King M. (1997). Changes in UK monetary policy : rules and discretion in practice. *Journal of Monetary Economics*. Vol. 39 (1)- pp. 81-97.
28. Krause S. et Méndez F. (2005). Policy makers' preferences, party ideology and the political business cycle. *Southern Economic Journal* - Vol. - 71 N°4 - pp. 752-767.
29. Kydland F. et Prescott E. (1977). Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*. N 85 - pp.473 - 491.
30. Leveigue G. et Lucotte Y. (2012). A simple empirical measure of Central Banks' conservatism. *Southern Economic Journal* - N 81(2) - DOI :10.2139/ssrn.2047420 -April (2012).
31. Leveigue G. et Lucotte Y. (2014). Les cibleurs d'inflation sont-ils monomaniaques ? *Revue Française d'Economie*. N 28 (4) - pp.49-81.
32. Leveigue G., Lucotte Y et Pradines-Jobet F. (2016). Central banks' preferences and banking sector vulnerability. Laboratoire d'Economie d'Orléans. UMR. September 2016.
33. Lin S. (2010). On the international effects of inflation targeting. *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 92 - N°1 ; pp. 195-199.
34. Lohman S. (1992). Optimal commitment in monetary policy : Credibility versus flexibility. *American economic review*. N 82 (1) - pp. 273-286.
35. Masciandaro D. (2020). Independence, conservatism and beyond : Central Bank design and central banker preferences in monetary policy economics (1981-2019). *Working Paper - N 136 - Avril 2020 . Département d'économie et centre Baffi Carefin, Université Bocconi et Suerf*.
36. Mourougane A. (1997). Crédibilité, indépendance et politique monétaire : Une revue de la littérature. *INSEE, Document de travail*.
37. Nakata T. et Schmidt S. (2018). Conservatism and liquidity traps. *Journal of Monetary Economics*. (Septembre 2018), doi : <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2018.09.005>.
38. Nakov A. (2008). Optimal and simple monetary policy rules with zero floor on the nominal interest rate. *International Journal of Central Banking* - N 4 (2), 73-127.
39. Niemann S. (2011). Dynamic monetary-fiscal interactions and the role of monetary conservatism. *Journal of Monetary Economics* - N 58 (3), pp.234-247.
40. Nordhaus W. (1975). The political business cycle. *Review of Economic Studies*, N°45 - pp.169-190.
41. Nosetti P. (2003). Les Banques Centrales et l'approche contractuelle de l'indépendance : Les enseignements du cas Néo-zélandais. Thèse

- de Doctorat en Sciences Economique. Université de Fribourg (Suisse)
08 Avril 2003.
42. Ozlale U. (2003). Price stability vs output stability : Tales of Federal Reserve Administrations. *Journal of Economic Dynamics and Control*. N 27 - pp.1595-1610.
 43. Pasca N., Aragón E., et Marcelo F. (2012). Preferences of the Central Reserve Bank of Peru and optimal monetary rules in the inflation targeting regime. *Estudos Economicos*. N 42 (1)- pp.5 - 42 January (2012) - Portugal Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
 44. Penot A. et Pollin J.-P. (1999). Construction d'une règle monétaire pour la Zone Euro. *Revue économique*. Vol. 50 - N°3 - pp. 535-546.
 45. Rivot S. (2013). Rule-based frameworks in historical perspective : Keynes' and Friedman's monetary policies versus contemporary policy-rules. *Journal of Monetary Economics* - N 52 (1) - pp.201-227.
 46. Rogoff K. (1985). Can international monetary policy cooperation be counter productive. *Journal of International Economics*. N 18 - pp.199-217.
 47. Rudebusch G.D. et Svensson L.E.O (1999). Policy rules for inflation targeting. in Taylor, J.B (Ed.). *Monetary Policy Rules*. Chap. 5 - pp. 203-262. *Chicago University Press*.
 48. Smets F. et Wouters R. (2003). An estimated Dynamics Stochastic General Equilibrium model of the Euro Area. *Journal of the European Economic Association*. pp. 1123-1175.
 49. Smets F. et Wouters R. (2005). Comparing shocks and frictions in Us and Euro Area business cycles : A Bayesian approach. *Journal of the European Economic Association*. N°20. pp. 161-183.
 50. Smets F. et Wouters R. (2007). Shocks and frictions in us business cycles : A Bayesian DSGE approach. *American Economic Review*. N°97(3) - pp. 586-606.
 51. Steiner Y. (2003). Le coût réel de l'indépendance de la Banque Centrale : économie politique comparée de la Deutsche Bundesbank et de la Banque du Japon dans les années soixante-dix. Université de Lausanne, Institut d'études politiques et internationales.
 52. Svensson L.E.O (1997). Inflation forecast targeting : implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review*. Vol. 41- N°6 - pp- 1111-1146.
 53. Svensson L.E.O (1999). Inflation targeting as monetary policy rule. *Journal of Monetary Economics*. Vol. 43 N°3 - pp. 607-654.
 54. Svensson L.E.O (2010). *Inflation targeting*, in Friedman B. et Woodford M. (éds.), *Handbook of Monetary Economics*. Vol. 3 - N°3 - Chap. 22, pp. 1237-1302. *Amsterdam : Elsevier Science, North-Holland*.

55. Tachibana M. (2004). Central Banks' preferences in Japan, the U.K., and the U.S. *Japan and the World Economy*. Vol. 16 - pp. 81-93.
56. Taylor J.B. (1979). Estimation and control of a macroeconomic model with rational expectations. *Econometrica*. Vol. 47 N°5 - pp. 1267-1286.
57. Walsh C. (1995). Optimal contracts for independent central bankers. *American Economic Review*. Vol. 85, pp. 150-167.