

A man in a dark suit stands on a grassy hill, aiming a bow towards three large balloons in the sky. Each balloon has a red and white bullseye target pattern. The sky is a clear, bright blue. The man is positioned in the lower-left foreground, looking upwards and to the right. The balloons are scattered across the upper half of the frame, with the largest one on the right side.

Régimes monétaires et ciblage de l'inflation

Enzo Croce et Mohsin S. Khan

Le ciblage de l'inflation — cadre de politique monétaire qui astreint la banque centrale à assurer une faible inflation — a contribué dans une large mesure au maintien de la stabilité des prix dans les pays industrialisés. Les pays en développement pourraient eux aussi bénéficier de cette approche qui accroît la transparence et pousse les responsables à approfondir les réformes.

FORTS DE LEUR EXPÉRIENCE et armés de solides preuves empiriques, universitaires et responsables de la politique économique s'accordent à dire qu'une inflation élevée (et sa forte variabilité) fausse les décisions des agents privés en matière d'investissement, d'épargne et de production, et conduit à terme à un ralentissement de la croissance économique. Aussi, depuis une quinzaine d'années, un nombre croissant de pays ont-ils donné à leur banque centrale l'indépendance institutionnelle et le mandat statutaire d'appliquer une politique monétaire axée avant tout sur une forme quelconque de stabilité des prix.

Règles ou politique discrétionnaire

Après des années d'inflation élevée, le monde industrialisé et les pays en développement sont entrés au cours des années 90 dans une période de stabilité des prix. Les banques centrales ont contribué à cette tendance favorable en choisissant de plus en plus d'annoncer l'orientation à venir de variables nominales clés afin d'influer sur les anticipations inflationnistes. Ces objectifs intermédiaires (ou règles) *annoncés* aident à ren-

forcer la crédibilité de la politique dans la mesure où la banque centrale est moins incitée à jouer sur l'arbitrage à court terme entre les variations de la production et l'inflation, qui peut avoir tendance à créer un biais inflationniste. Au plan opérationnel, ces objectifs intermédiaires ont deux fonctions utiles : empêcher les chocs endogènes ou exogènes d'entraîner une hausse permanente de l'inflation et concrétiser la volonté de stabilité des prix à long terme. Ils jouent en fait le rôle de points d'ancrage nominaux, tenant les banques centrales à l'application de politiques cohérentes tout en donnant un repère qui permet au public d'en suivre la mise en œuvre.

Ciblage du taux de change ou des agrégats monétaires?

Normalement, le ciblage intermédiaire comporte l'annonce d'une règle en matière de taux de change ou de cibles concernant un agrégat monétaire particulier. La règle du taux de change limite considérablement la politique monétaire puisqu'elle n'intéresse que le taux de change et restreint la capacité de la banque centrale à réagir aux chocs endogènes ou exogènes. Par contre, dans les pays à taux de change flexible, les agrégats

«La politique monétaire est plus efficace lorsque les marchés en comprennent les objectifs et le rapport entre ces objectifs et les mesures prescrites.»

monétaires deviennent la cible intermédiaire de la politique monétaire. C'est ce que l'on entend par *ciblage monétaire*. Suivant ce système, la banque centrale utilise ses instruments (par exemple les taux d'intérêt) pour réguler les agrégats monétaires, qui sont considérés comme les principaux déterminants de l'inflation à long terme. Ainsi, le contrôle des agrégats monétaires équivaldrait à stabiliser le taux d'inflation aux alentours de la valeur cible. De toute évidence, la capacité des agrégats monétaires à faire office de cibles intermédiaires repose à la fois sur la stabilité de leur rapport empirique avec la variable objectif (le taux d'inflation) et sur leur rapport avec les instruments de la politique monétaire.

Même si la plupart des pays en développement ont adopté une forme quelconque de ciblage du taux de change après l'effondrement du système de Bretton Woods au milieu des années 70, les deux tiers sont revenus depuis à un régime de taux de change plus souple. Néanmoins, un certain nombre de pays en développement ou en transition continuent de maintenir des taux de change fixes ou presque fixes, et certaines économies qui ont connu une période de forte inflation (par exemple l'Argentine depuis 1991 et le Brésil de 1994 à 1998) ont fait un usage efficace de taux de change fixes pour réduire rapidement l'inflation. Toutefois, avec l'intégration croissante des marchés mondiaux des capitaux au cours des deux dernières décennies, la volatilité grandissante des flux de capitaux depuis la crise du Système monétaire européen (SME) en 1992 et, surtout, depuis les plus récentes crises financières survenues en Asie et en Amérique latine, les conditions du maintien de taux de change fixes sont devenues beaucoup plus astreignantes. En conséquence, les économies en développement et en transition qui maintiennent toujours un taux de change fixe comme point d'ancrage nominal de leur politique monétaire se voient de plus en plus contraintes de choisir entre un régime plus souple ou l'autre extrême, à savoir un système de caisse d'émission ou la dollarisation intégrale.

Les pays industrialisés — à l'exception notable des membres du SME — ont traditionnellement donné la préférence à des régimes de taux de change plus souples après l'époque de Bretton Woods, la majorité d'entre eux optant pour une forme quelconque de ciblage monétaire. Mais, dans les années 80, cette option s'est révélée de moins en moins satisfaisante. À mesure que les institutions financières mettaient au point des produits de substitution à la monnaie, la demande de monnaie devenait de plus en plus instable, et il est apparu clairement que, même si la corrélation entre la monnaie et l'inflation restait forte à long terme, elle ne l'était plus suffisamment à court terme. En conséquence, au début des années 90, beaucoup des pays membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) — d'abord la Nouvelle-Zélande, puis le Canada, Israël, le Royaume-Uni, l'Australie, la Finlande, l'Espagne et la Suède — ont opté pour une politique monétaire reposant explicitement sur le *ciblage de l'inflation*.

Aspects opérationnels du ciblage de l'inflation

Le ciblage de l'inflation est un cadre de politique monétaire qui contraint la banque centrale à assurer une faible inflation. Le processus commence normalement par la diffusion d'un communiqué conjoint de la banque centrale et du gouvernement (habituellement le ministère des finances) fixant un objectif explicite à atteindre sur une période donnée — par exemple un taux annuel d'inflation de 2 % pendant les deux années à venir. Il incombe ensuite à la banque centrale, qui doit être libre de la

manière dont elle règle ses instruments, d'atteindre l'objectif fixé et de publier régulièrement des informations sur ses stratégies et ses décisions. Ce devoir de transparence contribue à réduire l'incertitude quant aux orientations futures de la politique monétaire tout en renforçant la crédibilité et la responsabilité de la banque centrale.

Le ciblage de l'inflation a été décrit comme un cadre d'application de la politique monétaire en liberté surveillée. Il s'appuie sur des règles, puisque l'adoption de cibles explicites astreint la banque centrale à l'application d'une politique cohérente. Il laisse toutefois en même temps à la banque centrale la liberté de choisir la manière dont elle utilise ses instruments, ce qui lui donne une certaine marge de manœuvre pour réagir aux éventuels chocs endogènes ou exogènes.

Dans une situation typique de ciblage de l'inflation, la banque centrale règle ses instruments — par exemple les taux d'intérêt — à une date donnée à un niveau qui ramènera l'inflation prévisionnelle — par exemple pendant l'année ou les deux ans qui suivent — à un taux proche de la cible à atteindre. L'inflation prévisionnelle sert d'objectif intermédiaire; l'écart à combler entre le taux prévisionnel et le taux cible détermine le choix de l'action à mener. Cette approche prospective est évidemment souhaitable, compte tenu des délais longs et variables qui interviennent entre la modification des instruments monétaires et la matérialisation de ses effets sur l'objectif stratégique ultime. À l'opposé, une approche consistant à réagir à l'inflation passée ou présente constitue par définition une politique à retardement qui accroît le risque de variabilité de l'inflation et de la production.

En pratique, c'est la banque centrale qui décide habituellement de l'orientation future de la politique monétaire sur la foi des informations fournies par un ensemble d'indicateurs — par exemple les taux d'inflation prévisionnels obtenus à partir de modèles macroéconomiques structureaux — ou de méthodes plus mécaniques — par exemple des analyses d'autorégression vectorielle — et des résultats d'enquêtes sur les anticipations inflationnistes fondées sur le marché. Les autorités monétaires tiennent également compte de l'évolution de variables monétaires et financières clés comme la monnaie et le crédit, la structure des taux d'intérêt selon les échéances, les prix des actifs et les conditions du marché du travail. Si plus d'un de ces indicateurs donne à penser que l'inflation dépassera probablement la cible, la nécessité de recourir aux instruments devient évidente.

Ciblage de l'inflation et transparence

La politique monétaire est plus efficace lorsque les marchés en comprennent les objectifs et le rapport entre ces objectifs et les mesures prescrites. La transparence joue aussi un rôle clé en indiquant aux marchés que les banques centrales sont responsables des résultats qu'elles obtiennent, ce qui favorise en retour une plus grande discipline dans la conception et la mise en œuvre de leur politique. La transparence joue également un rôle dans le ciblage monétaire dans la mesure où les objectifs stratégiques, y compris les cibles intermédiaires, sont publiés. Mais les partisans du ciblage de l'inflation font valoir que leur approche maximise la transparence et la communication. D'une part, il est vrai que l'annonce explicite des cibles d'inflation est plus facile à comprendre pour le commun des mortels que la notion de croissance de tel ou tel agrégat monétaire. Par ailleurs, comme les coûts de l'inflation dépendent non seulement de son niveau mais également de sa variabilité, des objectifs explicites, en réduisant l'incertitude quant à l'évolution future de l'inflation, favorisent de meilleures décisions en matière d'épargne et d'investissement, ce qui accroît la productivité globale. De plus, la banque centrale, en signifiant ses intentions, peut contribuer à réduire la volatilité des marchés financiers et à baisser, de ce fait, les primes de risque et de change.

De toute évidence, les banques centrales peuvent asseoir leur crédibilité en atteignant les cibles d'inflation annoncées. Et toutes celles qui pratiquent le ciblage de l'inflation publient des rapports périodiques dans lesquels elles exposent les orientations futures de leur politique monétaire et expliquent les écarts entre le taux actuel et le taux cible. Pour aider le public à mieux comprendre le raisonnement de la banque centrale, ces rapports contiennent également une description des moyens utilisés pour prédire le taux d'inflation (ainsi qu'une évaluation des chances d'amélioration ou de dégradation de la situation), et une indication de la façon dont la banque réagirait à divers scénarios envisageables. Ces avis préalables réduisent les risques d'interprétation erronée des réactions de la banque centrale dans ces diverses circonstances.

Autres décisions à prendre

Le ciblage de l'inflation appelle un certain nombre de décisions primordiales de la part des autorités. Elles doivent d'abord déterminer quel sera le *paramètre utilisé pour mesurer l'inflation*. Les deux choix évidents sont l'indice des prix à la consommation (IPC) et le déflateur du PIB. Si ce dernier présente l'avantage de refléter plus justement la notion d'inflation «intérieure», l'IPC offre de nets avantages au plan opérationnel : c'est l'indice que le public connaît le mieux; il est habituellement calculé mensuellement et diffusé à bref délai (et peut donc être suivi régulièrement), et il fait rarement l'objet de révisions. Les autorités doivent aussi répondre à cette autre question importante : la politique monétaire doit-elle prendre en compte toutes les fluctuations de l'inflation, ou faut-il exclure les fluctuations à court terme considérées comme exogènes? Dans la plupart des cas, le ciblage est centré sur l'inflation sous-jacente. Ce type de mesure exclut de l'IPC des éléments — comme l'énergie et les produits alimentaires — dont le prix est sujet à des variations atypiques liées aux aléas de l'offre (certains pays ont

également exclu les changements ponctuels des prix découlant de relèvements des prix administratifs et des impôts indirects). L'adoption d'une cible d'inflation de base signifie que la politique monétaire tiendra compte uniquement de l'impact initial de ces hausses de prix, en ignorant les effets secondaires découlant de la spirale prix-salaires.

Deuxièmement, il faut décider du *taux cible*. La plupart des pays industrialisés à faible inflation ont choisi des cibles allant de 1 à 3 %. On reconnaît généralement que des taux plus élevés nuisent à la croissance et peuvent par ailleurs engendrer des coûts sociaux et des pertes d'efficacité. Toutefois, il n'est pas souhaitable non plus de fixer l'objectif à zéro. D'une part, l'existence d'une rigidité à la baisse des salaires et des prix nominaux justifierait un taux d'inflation positif permettant les ajustements nécessaires des salaires réels et des autres prix relatifs. L'objectif zéro n'autoriserait pas non plus des taux d'intérêt réels négatifs, même s'ils devenaient nécessaires au cours du cycle économique. En fait, l'expérience récente du Japon a démontré la nécessité de taux d'intérêt réels négatifs pour stimuler la demande globale. Il est certain que l'un des avantages du ciblage de l'inflation consiste à prévenir la déflation en compensant les effets de chocs systématiques affectant la demande globale. Ce système traite l'inflation et la déflation de manière symétrique : la politique monétaire doit être durcie ou assouplie selon que l'inflation réelle est systématiquement supérieure ou inférieure à la cible.

Troisièmement, il faut choisir entre un *taux cible ponctuel* et une *zone cible* (c'est-à-dire une cible s'inscrivant dans une zone de tolérance prédéterminée). Compte tenu des difficultés inhérentes à la prévision de l'inflation ainsi que de l'incertitude quant aux délais de transmission de la politique monétaire, le risque de manquer un taux cible (et d'en subir les conséquences au plan de la crédibilité) est plus grand. En outre, un taux cible peut exiger un réglage plus précis de la politique monétaire pour réduire au minimum le risque d'échec.

Par contre, si on opte pour une zone cible, il faut décider de sa largeur. Une fourchette trop étroite présente les mêmes inconvénients qu'une cible ponctuelle. Cependant, elle ne doit pas être trop large non plus, car, si la probabilité d'atteindre la cible augmente avec la largeur de la fourchette, son effet sur les anticipations inflationnistes est d'autant moins important. Toutefois, malgré les difficultés que pose le choix d'une zone cible, cette solution est celle qu'ont retenue la plupart des banques centrales.

Quatrièmement, il faut déterminer l'*horizon de la politique*, c'est-à-dire la vitesse de réduction de l'inflation. En pratique, si le taux initial d'inflation est très supérieur au taux visé, la vitesse de réduction dépendra d'une évaluation des coûts de transition de la désinflation. Une désinflation graduelle pourra être jugée préférable en présence de contrats à long terme, lorsque les anticipations inflationnistes tardent à s'ajuster et que la crédibilité est insuffisante. En même temps, la nécessité de briser l'inertie des anticipations inflationnistes et d'accroître la crédibilité milite en faveur d'une désinflation plus rapide. Naturellement, si le taux d'inflation s'approche déjà des niveaux optimaux, le cadre de la politique monétaire devra faire en sorte de maintenir ce taux indéfiniment.

Bilan actuel du ciblage de l'inflation

À l'heure actuelle, les résultats des pays industrialisés qui ont opté pour le ciblage de l'inflation paraissent prometteurs. En mettant l'accent sur la stabilité des prix, ces pays ont en effet obtenu une remarquable convergence de leurs taux d'inflation. Force est d'admettre toutefois que le climat économique international généralement favorable ces dernières années et le processus d'intégration internationale ont contribué en partie à ce résultat. Il n'est pas certain que ces conditions continueront en elles-mêmes à assurer le maintien des faibles taux d'inflation actuels, et certains observateurs soutiennent que le ciblage de l'inflation n'a pas encore été mis à l'épreuve d'un cycle économique complet. Toutefois, les pays où l'inflation est ciblée ont été confrontés à de multiples perturbations, y compris la crise asiatique et de lourds déficits extérieurs courants, et l'augmentation récente des prix du pétrole est un nouveau défi auquel ils semblent faire face comme il se doit.

Le ciblage dans les pays en développement

L'expérience prometteuse des pionniers du ciblage de l'inflation et les nombreux échecs de l'ancrage du taux de change en Asie et en Amérique latine ont persuadé certains pays en développement d'adopter une stratégie similaire pour mater l'inflation, accroître la crédibilité de leur banque centrale et ancrer les anticipations. En Amérique latine, le Brésil, le Chili, la Colombie et le Mexique ont tous abandonné leurs cibles ou leurs fourchettes de taux de change en faveur d'un régime de flottement. Tous ces pays — ainsi d'ailleurs que d'autres économies émergentes comme la République tchèque, la Pologne, l'Afrique du Sud et, plus récemment, la Thaïlande — ont appliqué une politique monétaire axée sur un processus plus ou moins formel de ciblage de l'inflation. Même si la plupart de ces pays n'ont adopté cette méthode que depuis peu, les résultats obtenus jusqu'à maintenant sont encourageants, comme le faisaient valoir les participants à un récent séminaire de haut niveau sur le ciblage de l'inflation (pour en savoir plus, voir le site web du FMI à l'adresse suivante : www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/index.htm). Par exemple, après avoir subi une énorme dépréciation de sa monnaie au début de 1999, le Brésil a enregistré pour l'année une inflation inférieure à 9 %, et les projections font état d'un taux d'environ 8 % pour l'an 2000. Le Chili et Israël ont eu une expérience similaire. Les deux pays ont adopté le ciblage de l'inflation au début des années 90, alors que leur taux annuel d'inflation s'approchait de 20 %. Ce système a été mis en place graduellement et avec souplesse et a contribué à ramener le taux d'inflation aux niveaux internationaux sans entraîner de coûts importants en termes de production.

Le ciblage de l'inflation peut profiter aux pays en développement de multiples façons, en leur donnant un moyen de coordonner les anticipations inflationnistes et de jauger la responsabilité des banques centrales. Ces pays ont toutefois des particularités qui peuvent rendre ce système plus difficile à appliquer chez eux que dans les pays industrialisés. Premièrement, comme beaucoup ont toujours des taux d'inflation relativement élevés, il leur est plus difficile de



Enzo Croce (à gauche) est Chef de la Division Hémisphère occidental de l'Institut du FMI, et Mohsin S. Khan est Directeur de l'Institut du FMI.

prédire avec exactitude le taux d'inflation futur. Ils risquent donc davantage de manquer leur cible que les pays développés. Deuxièmement, le degré de répercussion des variations du taux de change sur les prix (qui tend à être plus élevé dans les pays en développement) et la présence généralisée de mécanismes explicites ou même implicites d'indexation engendrent une inflation inertielle considérable. Troisièmement, le ciblage de l'inflation doit exclure le ciblage d'autres variables nominales. Or, comme les actifs et les obligations de beaucoup de pays en développement sont libellés pour une bonne part en monnaies étrangères, des variations importantes du taux de change peuvent avoir des conséquences graves sur l'inflation. Quatrièmement, dans beaucoup de pays en développement, l'indépendance de la banque centrale est plus statutaire que réelle puisque ses décisions sont motivées principalement par la nécessité de financer le déficit des finances publiques et que la politique budgétaire reste dans une certaine mesure dominante. Beaucoup de pays en développement sont parvenus à réduire sensiblement le déficit de l'administration centrale, mais certains ont toujours des obligations conditionnelles — contractées par les administrations locales et les entreprises publiques ou découlant de déficits quasi budgétaires — qui pèsent sur l'orientation de la politique budgétaire consolidée du secteur public. Dans ces circonstances, les banques centrales pourraient bien hésiter à relever les taux d'intérêt pour des raisons budgétaires, même si elles devraient normalement le faire pour contenir l'inflation. Enfin, certains pays en développement risquent d'avoir du mal à publier les informations sophistiquées nécessaires aux prévisions de l'inflation (par exemple rapports sur les indicateurs avancés et modèles économétriques fiables).

Malgré ces problèmes, le ciblage de l'inflation semble prometteur pour les pays en développement. Il offre un certain nombre d'avantages opérationnels et oblige les responsables de la politique économique à approfondir les réformes, à accroître la transparence et à améliorer la politique budgétaire. Il leur ouvre également la perspective d'une convergence vers les niveaux internationaux d'inflation. **F&D**