

Pourquoi cibler l'inflation

LES BANQUES centrales n'ont pas la tâche facile. Les législations nationales obligent bon nombre d'entre elles à garantir la stabilité des prix, c'est-à-dire assurer que le taux de variation des prix est faible et régulier. L'instabilité des prix est source d'incertitude, fausse le processus de décision économique et entrave la croissance économique. Très souvent, cette instabilité résulte de l'inflation — une hausse persistante des prix généralement exprimée par l'indice des prix à la consommation (qui mesure la variation du coût d'un panier de biens et services, y compris le logement, l'électricité, l'alimentation et les transports). La déflation — une baisse persistante des prix — est rare depuis la seconde guerre mondiale, bien qu'elle ait refait surface récemment.

D'où vient l'inflation? Généralement, c'est l'excès de liquidités qui en est l'origine — c'est-à-dire qu'il y a trop de monnaie pour trop peu de biens. Si la monnaie en circulation augmente, les particuliers accroissent leur demande de biens et services. Si cette demande accrue ne s'accompagne pas d'une augmentation de la production, les prix montent. Cette relation est très bien expliquée par l'équation des échanges ($MV = PQ$), établie par un économiste américain du XIX^e siècle, Irving Fisher. Selon cette équation, M (masse monétaire) multiplié par V (vitesse de circulation de la monnaie ou le nombre de rotations du stock de monnaie pendant une période donnée pour financer des dépenses consacrées à des biens et services finals) est égal à P (prix) multiplié par Q (quantité de la production finale de biens et services). Puisque la vitesse de circulation de la monnaie (V) est assez stable, une augmentation de l'offre de monnaie (M) entraîne généralement une augmentation des dépenses totales. Si M est accru à court terme, il y a généralement une hausse correspondante des prix (P) si l'on suppose que la production (Q) ne peut être accrue à court terme. En conséquence, une augmentation à court terme de la masse monétaire fait monter les prix.

Selon cette formule, les banques centrales peuvent influencer sur le taux d'inflation en modifiant le taux de croissance de la masse monétaire à l'aide de leurs instruments de politique monétaire. À cet effet, elles peuvent effectuer des opérations d'open-market (achat et vente d'effets publics) pour atteindre un objectif de taux d'intérêt à court terme, ou fixer directement le taux d'escompte (taux auquel la banque centrale prête aux banques commerciales). Lorsqu'elles vendent des effets publics (c'est-à-dire lorsque des particuliers achètent, par exemple, des bons du Trésor), l'offre de monnaie dans l'économie diminue et le coût de l'argent — c'est-à-dire les taux d'intérêt — augmente. Une hausse des taux d'intérêt réduit la demande (surtout de logements, de biens de consommation durables et de biens d'équipement)

et, en principe, l'inflation. Une opération inverse devrait avoir l'effet opposé.

Cependant, la réalité est plus compliquée. Par exemple, il n'est pas toujours facile d'expliquer comment la vitesse de circulation de la monnaie tend à varier. En outre, le stock de monnaie n'est pas toujours soumis au contrôle de la banque centrale. En particulier, dans une économie ouverte avec un taux de change fixe, les taux d'intérêt intérieurs doivent s'établir à un niveau tel que la parité fixe de la monnaie est maintenue. La banque centrale perd le contrôle de l'expansion monétaire intérieure et de l'inflation, qui est déterminée essentiellement par l'inflation dans le pays dont la monnaie sert de point d'ancrage à la monnaie nationale.

En disgrâce

Entre la fin de la seconde guerre mondiale et le début des années 70, le système de taux de change fixes établi à Bretton Woods faisait de la maîtrise de l'inflation aux États-Unis le point d'ancrage de la stabilité des prix dans les autres pays. L'inflation dans les autres pays ne pouvait diverger notablement de celle observée aux États-Unis que dans la mesure où les pays pouvaient s'assurer une certaine indépendance monétaire en réglementant les mouvements de capitaux.

Après l'effondrement de ce système entre 1971 et 1973, quelques pays, y compris la plupart des pays en développement, ont continué d'appliquer un taux fixe et s'en sont servi pour maîtriser l'inflation, en rattachant leur monnaie à la monnaie d'un pays à faible inflation. Le principal inconvénient de cette stratégie est qu'elle limite la capacité de riposte de la banque centrale face aux chocs. En outre, il est devenu plus difficile de satisfaire aux conditions nécessaires pour maintenir un taux fixe en raison de la croissance et de l'instabilité des flux de capitaux internationaux au cours des vingt dernières années, comme en témoignent les crises monétaires des années 90.

Bien d'autres pays, dont la plupart des pays industrialisés, ont adopté un taux flexible. Ensuite, ils ont eu besoin d'un nouveau point d'ancrage intérieur pour assurer la stabilité des prix. À compter du milieu des années 70, nombre de pays industrialisés ont adopté des objectifs de croissance des agrégats monétaires — le stock monétaire défini de diverses manières. Leur banque centrale cherchait à maîtriser l'inflation en visant des objectifs intermédiaires de taux de croissance monétaire qui, pour des hypothèses données concernant la demande de monnaie, devaient normalement conduire au taux d'inflation souhaité. Bien que cette stratégie ait permis à certains pays de réduire l'inflation par rapport aux taux records de l'après-guerre, les échecs répétés et l'instabilité persistante de la relation entre la croissance monétaire et l'inflation ont poussé la plupart des pays à cesser de cibler les

Les pays qui ciblent l'inflation

	Année de l'adoption du ciblage de l'inflation	Taux d'inflation l'année de l'adoption du ciblage de l'inflation (%)	Taux d'inflation établi comme objectif en 2001 (%)	Taux d'inflation en 2001 (%)
Nouvelle-Zélande	1989	7,5	0 à 3	2,6
Canada	1991	7,5	1 à 3	2,5
Royaume-Uni	1992	3,7	2,5	1,8
Australie	1993	1,8	2 à 3	4,4
Suède	1993	4,6	1 à 3	2,4
République tchèque	1997	8,6	2 à 4	4,7
Israël	1997	9,0	1 à 3 pour 2003 et au-delà	-5,0
Brésil	1999	4,9	2 à 6	6,9
Chili	1999	3,3	2 à 4	3,6
Pologne	1999	7,3	5,4 à 6,8	5,5
Colombie	2000	8,0	8 pour 2001, 6 pour 2002	8,0 en 2001, 6,3 en 2002
Corée	2000	4,1	2,5	4,1
Afrique du Sud	2000	5,1	3 à 4	4,8
Thaïlande	2000	1,5	0 à 3,5	1,7
Hongrie	2001	9,1	5 à 7	9,1
Islande	2001	6,4	2,5 (+ ou -1,5)	6,4
Mexique	2001	6,4	6,5 pour fin-2001, 4,5 pour fin-2002	6,4 en 2001, 5,0 en 2002
Norvège	2001	3,0	2,5	3,0

Sources : Carare, Alina and Stone, Mark R., 2003, "Inflation Targeting Regimes," IMF Working Paper 03/9 (Washington); FMI, *International Financial Statistics*, diverses années (Washington).

agrégats monétaires pendant les années 80. Les innovations financières durant cette période marquée par les progrès rapides de la technologie financière constituaient une source d'instabilité de la demande de monnaie.

Dans de nombreux cas, le manque d'indépendance des banques centrales, qui en asservissait un grand nombre aux besoins de la politique budgétaire, posait un autre problème.

Cible d'inflation

À compter de la fin des années 80, de nombreux pays appliquant un taux de change flexible — dans un premier temps, des pays industrialisés et, ensuite, des pays à marché émergent — ont commencé à cibler l'inflation. Aujourd'hui, plus de quarante pays visent une inflation faible et stable, mais seuls dix-huit se sont engagés de manière claire et crédible à atteindre un objectif d'inflation (voir tableau). Ces pays satisfont à trois critères : ils s'engagent explicitement à atteindre un objectif ou une zone-objectif d'inflation donnée dans un délai donné, annoncent régulièrement leurs objectifs au public et ont mis en place des mécanismes institutionnels pour assurer que la banque centrale est responsable de la réalisation de l'objectif — le point le plus important étant l'indépendance opérationnelle vis-à-vis du gouvernement, de sorte que la banque centrale est libre de poursuivre son objectif d'inflation, même si celui-ci est parfois fixé par le gouvernement. Pour appuyer cette indépendance, nombre de pays qui ciblent l'inflation ont opéré aussi des réformes budgétaires afin de maîtriser le solde budgétaire de l'État. Faute de quoi, l'État pourrait chercher à forcer la banque centrale à financer un déficit excessif par une expansion monétaire.

Quelques pays, dont les États-Unis, ne sont pas classés parmi les pays qui ciblent l'inflation parce que, même si leur banque centrale s'engage à maîtriser l'inflation, elle n'annonce pas d'objectif chiffré explicite et n'a pas non plus d'autres objectifs que la stabilité des prix, par exemple promouvoir un emploi maximum ou des taux d'intérêt à long terme modérés.

Comment cibler l'inflation? Premièrement, la banque centrale axe son action directement sur l'inflation. Donc, lorsque l'inflation menace de s'écarter de l'objectif ou de la zone-objectif annoncée, la banque centrale utilise ses instruments de politique monétaire pour aligner l'inflation prévue sur l'objectif. Certains pays optent pour des zones-objectifs avec des marges symétriques autour d'un point central; d'autres n'établissent qu'un taux objectif ou un plafond. Tous les pays industrialisés ont pour objectif une inflation inférieure à 5 %. Un objectif d'inflation nulle n'est pas recommandé parce qu'il ne permettrait pas aux taux d'intérêt réels de tomber suffisamment pour stimuler la demande globale.

Les pays qui ciblent l'inflation choisissent aussi différents horizons temporels pour atteindre leurs objectifs, en fonction de l'écart entre le taux d'inflation initial et le taux souhaité. Un délai plus court tend à maîtriser plus rapidement les anticipations inflationnistes et à accélérer la crédibilisation de la banque centrale, mais il coûte plus cher en termes de ralentissement de la croissance et de pertes d'emplois. Pour accroître la transparence, les pays qui ciblent l'inflation utilisent divers outils — rapports périodiques sur l'inflation, communiqués de presse sur les décisions et délibérations de l'organe de décision, publications spéciales — pour diffuser des informations sur le cadre de référence du ciblage de l'inflation et les décisions de politique monétaire. Au Brésil, par exemple, les décisions du Comité de politique monétaire de la banque centrale, qui se réunit toutes les cinq semaines, sont annoncées immédiatement après leur réunion, et les procès-verbaux sont publiés dans la semaine. En outre, pour renforcer la responsabilisation, ces pays donnent au public les raisons des écarts par rapport aux objectifs. Dans certains cas, comme la Nouvelle-Zélande, le ministre des finances peut même demander la démission du gouverneur de la banque centrale si un objectif n'est pas atteint, bien que cette option n'ait jamais été exercée.

Efficace, le ciblage?

Certains économistes sont d'avis que le ciblage de l'inflation donne d'assez bons résultats jusqu'à présent. Les pays qui l'ont adopté enregistrent une inflation faible et stable sans sacrifier démesurément leur croissance économique, ni déstabiliser leur économie. Cependant, d'aucuns prétendent que la situation économique internationale est non inflationniste depuis quelques années et que cette stratégie doit encore être mise à l'épreuve d'un contexte plus turbulent. D'autres ajoutent qu'il n'est pas établi que le ciblage de l'inflation améliore les résultats en termes d'inflation, de production ou de taux d'intérêt. Mais il est clair que, pour beaucoup de pays appliquant un taux de change flexible, le ciblage de l'inflation offre un cadre de politique monétaire qui présente un certain nombre d'avantages, parmi lesquels la clarté et la transparence. ■