



Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà

Scott Roger

Il y a 20 ans, la Nouvelle-Zélande adopta une conception de la politique monétaire axée sur la réalisation d'un objectif d'inflation. La nouveauté résidait dans l'engagement explicite de considérer la maîtrise de l'inflation comme le but principal de la politique monétaire et dans l'accent qui était mis sur la transparence et la responsabilité.

Aujourd'hui, 26 pays ont une cible d'inflation, dont près de la moitié sont des économies émergentes ou à bas revenu (voir tableau). En outre, un certain nombre de banques centrales des pays les plus avancés — dont la BCE, la Réserve fédérale, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse — ont intégré beaucoup des aspects essentiels du ciblage de l'inflation, et plusieurs autres se préparent à le faire.

Cet article présente les résultats obtenus depuis 20 ans par les pays ciblant l'inflation, notamment pendant la flambée des cours des matières premières de 2006–08 et la crise financière mondiale qui a débuté en 2007. Il évoque aussi des problèmes très importants auxquels ils vont sans doute être confrontés dans le proche avenir.

Le dispositif de ciblage de l'inflation

Depuis le début, le ciblage de l'inflation comporte quatre éléments principaux (Mishkin, 2004; Heenan, Peter and Roger, 2006) :

- La banque centrale reçoit pour mission d'assurer la stabilité des prix, objectif premier de la politique monétaire, et est dotée à cette fin d'une large autonomie opérationnelle.
- Un objectif quantitatif d'inflation est fixé.
- La banque centrale rend compte de la réalisation de l'objectif dans le respect des obligations de transparence de la stratégie et de son exécution.
- On procède à une évaluation prospective de l'inflation, appuyée sur toute une série d'informations.

Ces éléments résultent de la théorie et de l'expérience qui montrent que les banques centrales ne peuvent atteindre des buts multiples, tels que de faibles taux d'inflation et de chômage, au moyen d'un seul instrument : le taux d'intérêt directeur (par exemple, le taux des fonds fédéraux aux États-Unis ou celui des prêts de la Banque d'Angleterre). Il est aussi admis qu'à long terme la politique monétaire peut influencer sur les variables nominales, mais pas réelles (corrigées de l'inflation); qu'une forte inflation nuit à la croissance et à la répartition équitable des revenus; et que les anticipations et la crédibilité contribuent grandement à l'efficacité de la politique monétaire.

Au fur et à mesure que le ciblage de l'inflation a été adopté par des économies émergentes, il a évolué sur deux points majeurs. D'abord, *la transparence et la communication sont peu à peu*

De plus en plus de pays font d'un certain taux d'inflation le principal objectif de leur politique monétaire, et les résultats sont probants

devenues les critères prépondérants de l'exercice de la responsabilité publique, qui fondent l'indépendance opérationnelle des banques centrales et ancrent les anticipations d'inflation. Pour faire connaître leurs objectifs, les banques centrales publient des rapports semestriels ou trimestriels sur l'inflation et la politique monétaire, des déclarations publiques suivant les réunions décisionnelles et, parfois, des comptes-rendus de ces réunions. Il y a aussi des auditions parlementaires de leurs dirigeants. Bref, elles pratiquent souvent une communication beaucoup plus active que dans le passé.

Ensuite, les banques centrales appliquent en général un ciblage souple de l'inflation. Au lieu de tenter d'atteindre en permanence l'objectif, on se projette sur le moyen terme — habituellement à un horizon de deux à trois ans. Cela permet de poursuivre d'autres buts à court terme, en particulier le lissage de la production. Mais la banque centrale ne peut être souple que si elle réussit à bien ancrer les anticipations inflationnistes. Or, pour y parvenir, en partie au moins, il faut qu'elle ait fait la preuve de sa capacité de maîtriser l'inflation.

Que penser des autres solutions?

Les résultats macroéconomiques du ciblage de l'inflation ont-ils été aussi bons ou meilleurs que ceux d'autres choix, tels que le ciblage de la croissance monétaire, le rattachement du taux de change ou des dispositifs «éclectiques» à objectifs multiples? Comme on ne peut comparer les performances

obtenues par un pays avec deux politiques différentes pendant une même période, la comparaison doit porter sur des pays similaires usant de méthodes distinctes.

Les graphiques 1 et 2 comparent, pour une même période, l'inflation et la production des pays ciblant l'inflation, avant et après le choix de ce système, aux autres pays. La date médiane d'adoption du ciblage par les premiers étant le début de 2001, les périodes sur lesquelles porte la comparaison sont 1991–2000 et 2001–09.

Pays pratiquant le ciblage de l'inflation

Dans 26 pays, la politique monétaire a comme cible l'indice des prix à la consommation. Trois autres pays — la Finlande, la République slovaque et l'Espagne — avaient adopté cette pratique, mais l'ont abandonnée en adhérant à la zone euro.

Pays	Adoption du ciblage de l'inflation	Taux d'inflation à l'époque	Taux d'inflation en 2009	Cible d'inflation
Nouvelle-Zélande	1990	3,3	0,8	1 - 3
Canada	1991	6,9	0,3	2 +/- 1
Royaume-Uni	1992	4,0	2,2	2 +/- 1
Suède	1993	1,8	-0,2	2 +/- 1
Australie	1993	2,0	1,9	2 - 3
République tchèque	1997	6,8	1,0	3 +/- 1
Israël	1997	8,1	3,3	2 +/- 1
Pologne	1998	10,6	3,8	2,5 +/- 1
Brésil	1999	3,3	4,9	4,5 +/- 2
Chili	1999	3,2	1,5	3 +/- 1
Colombie	1999	9,3	4,2	2 - 4
Afrique du Sud	2000	2,6	7,1	3 - 6
Thaïlande	2000	0,8	-0,9	0,5 - 3
Corée	2001	2,9	2,8	3 +/- 1
Mexique	2001	9,0	5,3	3 +/- 1
Islande	2001	4,1	12,0	2,5 +/- 1,5
Norvège	2001	3,6	2,2	2,5 +/- 1
Hongrie	2001	10,8	4,2	3 +/- 1
Pérou	2002	-0,1	2,9	2 +/- 1
Philippines	2002	4,5	1,6	4,5 +/- 1
Guatemala	2005	9,2	1,8	5 +/- 1
Indonésie	2005	7,4	4,6	4 - 6
Roumanie	2005	9,3	5,6	3,5 +/- 1
Turquie	2006	7,7	6,3	6,5 +/- 1
Serbie	2006	10,8	7,8	4 - 8
Ghana	2007	10,5	19,3	14,5 +/- 1

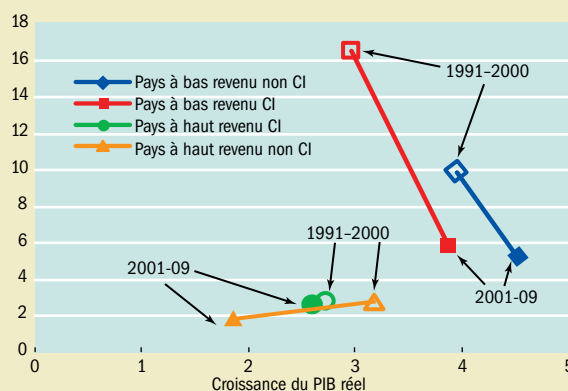
Source : données recueillies par l'auteur.

Graphique 1

Amélioration de l'inflation et de la croissance

Dans la plupart des pays, il y a eu amélioration des taux d'inflation et de croissance entre 1991–2000 et 2001–09, mais elle a été supérieure dans ceux qui pratiquent le ciblage de l'inflation (CI).

(hausse des prix à la consommation, en pourcentage)



Source : calculs de l'auteur.

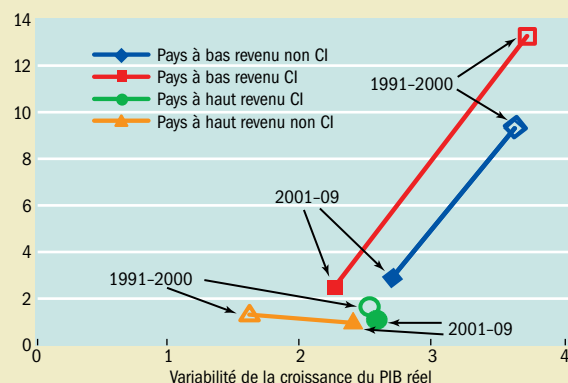
Note : Les symboles vides représentent la période 1991–2000; les symboles pleins représentent la période 2001–09. Les lignes droites représentent le sens de l'évolution entre les périodes dans les quatre catégories de pays.

Graphique 2

Lissage de la production et de l'inflation

La volatilité de l'inflation et de la croissance a été moindre de 2001 à 2009 que de 1991 à 2000, mais elle a diminué davantage dans les pays pratiquant le ciblage de l'inflation (CI).

(variabilité de l'inflation, en pourcentage)



Source : calculs de l'auteur.

Note : Les symboles vides représentent la période 1991–2000; les symboles pleins représentent la période 2001–09. Les lignes droites représentent le sens de l'évolution de la variabilité entre les périodes dans les quatre catégories de pays.

Les résultats sont les suivants :

- Les pays à bas revenu, ciblant ou non l'inflation, ont connu de fortes baisses des taux d'inflation et une nette amélioration des taux de croissance moyens. Si ceux qui ne ciblent pas l'inflation ont continué d'avoir une inflation inférieure et une croissance supérieure, l'amélioration a été plus prononcée sur ces deux plans dans les autres pays.
- Dans tous les pays à bas revenu, la volatilité de l'inflation et de la production a aussi largement diminué, mais son recul a été plus marqué dans ceux qui ciblent l'inflation, en particulier pour la volatilité de l'inflation.
- Parmi les pays à revenu élevé, la performance moyenne de ceux qui ciblent l'inflation a peu varié entre les deux périodes, alors que les autres ont généralement vu leur croissance ralentir. Et si la volatilité de la production ou de l'inflation a peu évolué dans les pays ciblant l'inflation, celle de la production a augmenté dans les autres.

À l'évidence, l'adoption du ciblage de l'inflation ne peut expliquer entièrement l'amélioration des résultats relatifs, puisqu'elle faisait souvent partie de réformes plus vastes des structures et des politiques. Mais, selon des études plus détaillées, quand on compare sur les mêmes périodes des pays émergents similaires, les grandes variables macroéconomiques, comme l'inflation et la production, sont meilleures dans ceux qui ciblent l'inflation. Ainsi, une étude publiée dans les *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2005 a conclu que, de 1990 à 2004, le ciblage s'était accompagné d'une baisse de 4,8 points de l'inflation moyenne relativement aux autres options de politique monétaire. Pour la variabilité de l'inflation, la réduction a été de 3,6 points.

La solidité du ciblage de l'inflation

Après la poussée générale des prix des matières premières et la crise financière des trois dernières années, c'est le moment de voir si le ciblage de l'inflation résiste mieux aux chocs que d'autres politiques. Pendant l'essentiel de la période écoulée depuis son adoption à grande échelle, la situation macroéconomique était plus favorable qu'antérieurement. On avait donc peu de preuves de son aptitude à absorber des chocs majeurs.

Il s'avère que les pays qui ciblent l'inflation ont mieux réussi que les autres à limiter l'effet inflationniste de la montée des cours des matières premières en 2007 (Habermeier and others, 2009). Ce choc a suscité en général une hausse de l'inflation et une baisse de la croissance de 2006 à 2008. Dans les pays à bas revenu ne ciblant pas l'inflation, celle-ci s'est accélérée plus que dans les autres, alors que le ralentissement de la croissance du PIB a été du même ordre. Parmi les pays à revenu élevé, la croissance a moins fléchi dans ceux qui ciblent l'inflation et l'inflation y a un peu moins augmenté.

Ces résultats confirment que les anticipations inflationnistes sont mieux ancrées dans les pays qui ciblent l'inflation et que leurs autorités sont davantage déterminées à la contenir. Mais, avant de tirer des conclusions définitives, il faudra procéder à des analyses plus détaillées pour distinguer ces effets d'autres influences sur la croissance et l'inflation.

Comme la crise financière mondiale amorcée à la mi-2007 se poursuit, on ne peut encore juger si les pays ciblant l'inflation ont mieux supporté que les autres la pire contraction économique et financière depuis la crise de 1929. Certes, plusieurs font partie des plus durement touchés et quelques-uns, dont la Hongrie, l'Islande, la Roumanie et la Serbie, ont reçu le soutien du FMI. Néanmoins, il ne semble pas que le ciblage de l'inflation les ait davantage exposés aux crises ou qu'ils subissent des récessions pires que les pays comparables à politique économique différente.

Les prévisions macroéconomiques laissent penser que les pays ciblant l'inflation pourraient moins souffrir de la crise financière (voir graphique 3). Selon *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) de janvier 2010, la croissance moyenne de tous les pays en 2009-10 serait très inférieure à celle de 2001-08. Mais, parmi les pays émergents, la baisse par rapport à la moyenne antérieure à la crise serait généralement plus forte dans ceux qui ne ciblent pas l'inflation. Parmi les pays à revenu élevé, on s'attend à l'inverse, c'est-à-dire à un freinage plus net de la croissance dans ceux qui ciblent l'inflation. Tous les pays qui ciblent l'inflation devraient voir celle-ci reculer, alors que, dans les autres, elle serait supérieure aux niveaux d'avant la crise.

L'avenir du ciblage de l'inflation

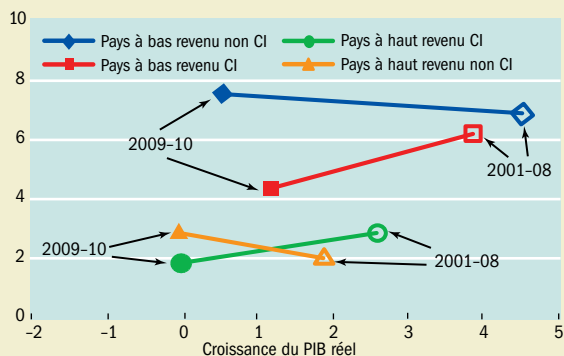
Il ressort des faits que le ciblage de l'inflation a donc bien fonctionné dans un large éventail de pays et de circonstances. À cet égard, les vives réactions de plusieurs grandes banques centrales à l'idée récemment lancée par Olivier Blanchard, économiste en chef du FMI, de relever les cibles d'inflation afin de donner aux banques centrales une plus grande marge de manœuvre pour abaisser les taux d'intérêt en cas de fort ralentissement, donnent à penser que les principales caracté-

Graphique 3

Atténuation de la crise financière

Selon les prévisions macroéconomiques, les pays pratiquant le ciblage de l'inflation sont moins touchés par la crise économique mondiale que les autres.

(hausse des prix à la consommation, en pourcentage)



Source : Consensus Economics, Consensus Forecasts, janvier 2010.

Note : Les symboles vides représentent les résultats effectifs de 2001 à 2008. Les symboles pleins représentent les prévisions pour la période 2009-10. Les lignes droites représentent le sens de la différence entre les résultats effectifs et les prévisions dans les quatre catégories de pays.

ristiques du ciblage de l'inflation resteront intactes. Mais ce dispositif devra évoluer d'après les leçons de l'expérience, en particulier pour s'adapter aux besoins des pays en développement. Deux problèmes se posent en particulier :

- Dans beaucoup d'économies ouvertes, qui ciblent l'inflation ou envisagent de le faire, le rôle à réserver au taux de change est controversé.
- Toutes les banques centrales s'interrogent sur les moyens de concilier leurs responsabilités et objectifs de politique monétaire avec leur mission de veiller à la stabilité du système financier.

Il ressort des faits que le ciblage de l'inflation a donc bien fonctionné dans un large éventail de pays et de circonstances.

La théorie classique dit que les banques centrales qui ciblent l'inflation devraient, au lieu de limiter systématiquement les variations du change, ne réagir que dans la mesure où celles-ci modifient les perspectives d'inflation et de production — une dépréciation peut, par exemple, stimuler l'activité en faisant baisser le prix des exportations, mais accélérer l'inflation. Or, des études récentes estiment qu'il est parfois justifié de s'opposer systématiquement aux fluctuations du change. Ainsi, dans les pays ayant une lourde dette extérieure, elles ont des effets importants sur les bilans des débiteurs. Atténuer les variations du taux de change contribue alors à stabiliser la production et l'inflation (Morón and Winkelried, 2005; and Roger, Restrepo and Garcia, 2009). La difficulté pour les autorités consiste à faire en sorte que le taux de change reste subordonné à l'objectif d'inflation et à ne pas compromettre la crédibilité du ciblage de l'inflation en lissant l'évolution du taux de change.

La crise financière mondiale oblige aussi à réexaminer les rapports entre la politique monétaire et les mesures qui visent la stabilité financière. Une question analogue à celle du rôle du taux de change se pose en particulier : la politique monétaire doit-elle réagir directement à des menaces éventuelles sur la stabilité financière, comme une envolée du crédit, des prix immobiliers ou des cours de bourse, ou seulement si elles changent les perspectives d'inflation et de croissance?

La crise a au moins montré qu'il faut s'intéresser davantage à l'interaction de l'économie réelle et de l'économie financière. Les modèles macroéconomiques habituellement utilisés par les banques centrales pour l'analyse et la prévision monétaires laissent peu de place à la représentation du secteur financier, à la détermination des prix des principaux actifs, comme les actions et l'immobilier, ainsi qu'à l'interaction du secteur financier et du comportement des ménages et des entreprises. Ils ne tiennent pas non plus compte des interactions au sein de la sphère financière. Il ne sera pas facile de remédier à ces défauts, mais il le faudra pour mieux intégrer les évolutions financières, l'analyse de politique et la prévision.

Il est très important de savoir si les banques centrales doivent utiliser la politique monétaire, en sus des mesures prudentielles, pour réagir directement et systématiquement à des indicateurs de stabilité financière tels que les prix des logements. De même que pour les variations du change, cela pourrait être parfois bénéfique, mais pas toujours, et, en fixant un objectif de plus à la banque centrale, on risque de compromettre la crédibilité de son engagement sur la cible d'inflation. Des recherches sont nécessaires sur ce plan, notamment pour déterminer les indicateurs financiers à prendre en compte et la manière dont la banque centrale devrait y répondre.

Il serait aussi possible de repousser l'horizon du ciblage de l'inflation, pour tenir compte des risques inflationnistes à plus long terme liés aux cycles des prix des actifs (Borio and Lowe, 2002). Cette méthode est moins mécanique qu'une réaction directe aux prix des actifs ou à d'autres indicateurs de stabilité financière, mais elle se heurte à des difficultés pratiques. En effet, pour allonger l'horizon de la prévision, il faudrait améliorer la capacité de projection à moyen et long terme des banques centrales. En outre, on devrait trouver le moment approprié pour s'opposer à la formation de bulles des prix d'actifs (Bean, 2004). Un renforcement de la politique de communication serait enfin nécessaire pour que l'engagement à long terme de la banque centrale en faveur d'une inflation faible et stable reste crédible. ■

Scott Roger est économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, p. 14–18.
- Borio, Claudio, and Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper 114* (Basel: Bank for International Settlements).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts (January)*.
- Fonds monétaire international (FMI), 2005, *Perspectives de l'économie mondiale (Washington, septembre)*.
- Habermeier, Karl, and others, 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective," *IMF Working Paper 09/1* (Washington: International Monetary Fund).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication," *IMF Working Paper 06/278* (Washington: International Monetary Fund).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, and Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies," *Journal of Development Economics*, Vol. 76, No. 1, p. 23–51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo, and Carlos Garcia, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper 09/234* (Washington: International Monetary Fund).