

Sous le signe de la crédibilité et de la souplesse : l'évolution des régimes de cibles d'inflation de 1990 à 2006

Graydon Paulin, département des Relations internationales

- *Dans la majorité des pays industrialisés, le cadre de conduite de la politique monétaire s'articule aujourd'hui autour d'un objectif d'inflation explicite.*
- *Les régimes de cibles d'inflation ont relativement peu changé depuis leur instauration au début des années 1990, même s'il n'existait alors pas de principes bien définis pour leur conception.*
- *Les changements de conception rendus possibles par la crédibilité acquise sont allés dans le sens d'une flexibilité accrue, en vue de permettre une réaction plus modulée aux chocs économiques.*

Les régimes de cibles d'inflation ont une quinzaine d'années, âge qui autorise maintenant à dresser un bilan de l'expérience collective des pays industrialisés où de tels régimes forment le pivot de la politique monétaire. L'incidence de la poursuite de cibles sur l'inflation proprement dite et sur d'autres variables économiques ayant déjà été amplement analysée, le présent article porte plutôt sur les changements apportés à la *conception* des cadres en place¹. Il convient en effet d'étudier les raisons pour lesquelles certains des pays ayant opté pour des cibles d'inflation ont modifié par la suite des éléments constitutifs de leur régime, les leçons de leur expérience pouvant aider à éclairer des problèmes inattendus et à déterminer quelles caractéristiques de ces régimes sont à privilégier.

Une dimension essentielle des cadres de poursuite de cibles d'inflation est leur degré de souplesse. On reconnaît généralement qu'il est impossible pour les banques centrales de toujours atteindre une cible chiffrée précise, ni même peut-être de la respecter la plupart du temps. Un tel résultat est d'ailleurs jugé peu souhaitable. À se montrer inflexibles dans leur volonté d'atteindre leur cible, y compris en présence de chocs économiques, les banques centrales risqueraient de provoquer une variabilité dommageable des taux d'intérêt et de l'activité économique. Elles ne veulent pas, néanmoins, entamer le capital de confiance dont jouit le régime, même lorsque l'inflation

1. S'insérant dans le cadre du travail préparatoire au renouvellement de l'entente canadienne au sujet de la cible de maîtrise de l'inflation, l'article traite plus précisément des leçons que peut apporter au Canada l'expérience d'autres pays industrialisés.

mesurée dévie (parfois longtemps) de la cible. Ces banques se trouvent ainsi placées devant un dilemme de taille : si elles prévoient et tolèrent tout à la fois des déviations — l'essence de la souplesse — par rapport à leur cible, comment peuvent-elles alors préserver leur crédibilité?

Les banques centrales surmontent généralement cette tension en intégrant à leur régime toute une série de composantes. Au simple objectif chiffré peuvent ainsi s'ajouter une fourchette définie autour de la cible (ou une fourchette dénuée de cible), une description des circonstances pouvant justifier des exceptions, des horizons variables et des indices de prix différents comme cibles — autant de caractéristiques susceptibles d'être combinées à divers dispositifs institutionnels et canaux de communication. Cet ensemble d'éléments interdépendants devient partie intégrante de la stratégie globale de communication de l'autorité monétaire avec le grand public et les marchés financiers.

Trouver le juste équilibre n'a pas été chose facile pour nombre de banques centrales. Cependant, la crédibilité de plus en plus grande acquise par les régimes de cibles d'inflation, en dépit d'une tradition encore jeune, a, avec le temps, permis davantage de flexibilité dans leur application et influencé les décisions des autorités relativement à leur conception. L'article commence par faire l'historique des régimes adoptés dans les pays industrialisés, puis explique comment ces pays ont tiré parti de leur propre expérience et du développement des recherches sur le sujet pour faire évoluer leurs cadres respectifs.

La diffusion des régimes de cibles d'inflation

La poursuite de cibles d'inflation est de nos jours une approche largement répandue dans le domaine de la politique monétaire, alors qu'elle était tout à fait révolutionnaire au début des années 1990². À l'époque, l'insatisfaction suscitée par les cibles de taux de change et d'expansion de la masse monétaire avait stimulé la recherche d'autres approches, mais on avait peu étudié les cibles d'inflation³. De fait, une infime portion

2. Certains observateurs ont relevé plusieurs précurseurs aux régimes actuels de cibles d'inflation et signalent l'existence à cette époque de travaux connexes d'envergure (par exemple sur la question de l'arbitrage entre production et inflation et sur les avantages d'un bas taux d'inflation). Il n'en reste pas moins que la mise en place de ces régimes au début des années 1990 a marqué une rupture nette, et assez étonnante, avec la pratique jusqu'alors couramment admise.

3. Cela s'explique en partie par le fait que l'on cherchait plutôt des cibles intermédiaires sur lesquelles la politique monétaire ait une influence plus directe et plus rapide.

de la littérature abondante consacrée à la question remonte avant l'introduction des cibles d'inflation dans la première moitié des années 1990. Résultat, le cadre particulier institué par les premiers pays reposait essentiellement sur les leçons du passé et sur la situation du moment.

La poursuite de cibles d'inflation est de nos jours une approche largement répandue dans le domaine de la politique monétaire, alors qu'elle était tout à fait révolutionnaire au début des années 1990.

La première vague : 1990-1994

Les membres de la « première vague » de pays à adopter des cibles d'inflation⁴ dans la première moitié des années 1990 avaient en commun un bilan assez peu satisfaisant en matière de lutte contre l'inflation (voir le Graphique 1). La Nouvelle-Zélande et le Canada furent les deux initiateurs du mouvement. Leur objectif était de faciliter la baisse de l'inflation en tentant notamment d'atténuer les attentes d'inflation. Avec la généralisation d'un climat de basse inflation au sein des économies développées, l'attention s'est portée sur les moyens de préserver les gains obtenus et d'éviter une résurgence de l'inflation.

Le recul de l'inflation en Nouvelle-Zélande à la fin des années 1980 avait créé une certaine incertitude, d'aucuns se demandant jusqu'où cette baisse devait être poursuivie ou craignant que les attentes d'inflation ne se stabilisent à un niveau relativement élevé (environ 7 %) ⁵. Aussi est-ce avec quelque étonnement que furent reçus les propos du ministre des Finances de l'époque, quand il commença à évoquer publiquement en 1988 la possibilité de viser un taux d'inflation « quasi nul ou compris entre 0 et 1 % » [traduction] (Reddell, 1999, p. 67). Malgré cette réaction ambivalente, la Nouvelle-Zélande promulguait en 1989 une loi révisée sur le mandat de sa banque centrale, laquelle

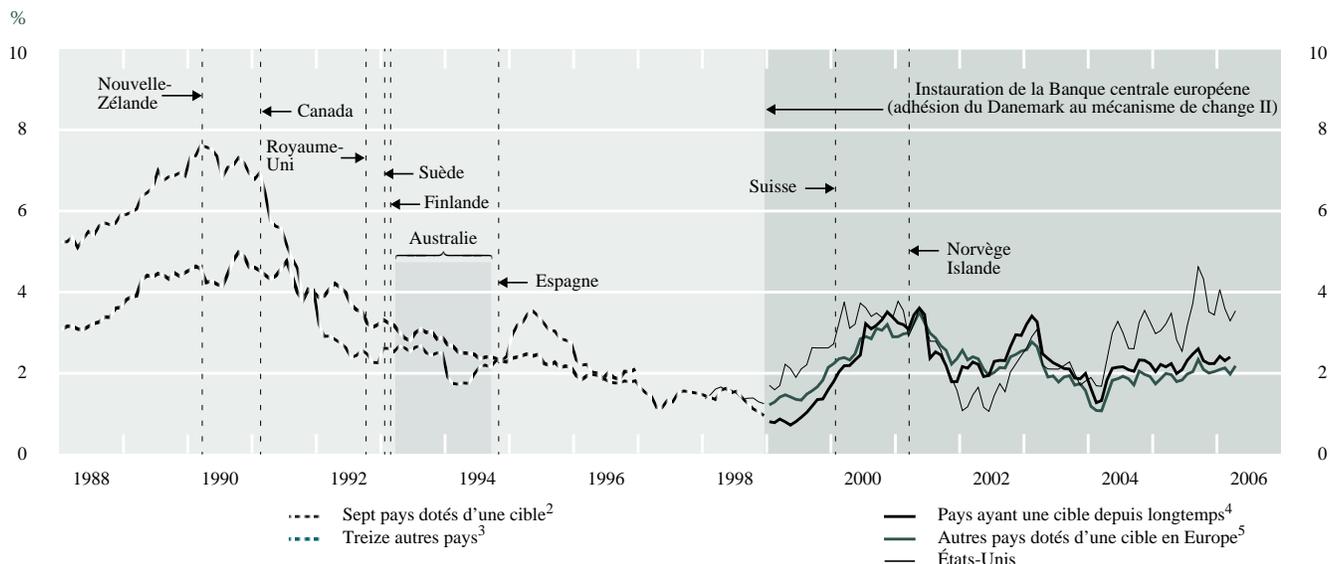
4. Nous rangeons dans le groupe des pays qui poursuivent des cibles d'inflation les pays industrialisés que la majorité des chercheurs classent comme tels, même si certains de ces États ne se définissent pas ainsi. La question du choix d'une définition est abondamment débattue dans la littérature. Voir à titre d'exemple Mishkin et Schmidt-Hebbel (2001).

5. Reddell (1999) présente une analyse fort exhaustive de la genèse du ciblage de l'inflation en Nouvelle-Zélande. Lire aussi Sherwin (1999).

Graphique 1

Tenue de l'inflation

Variation de l'IPC en glissement annuel¹



Nota : Les lignes verticales indiquent le moment de l'adoption de cibles d'inflation.

1. Les séries agrégées représentent des moyennes non pondérées de l'inflation mesurée par l'IPC dans les pays en question.

2. Australie, Canada, Espagne, Finlande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède

3. Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, États-Unis, France, Irlande, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Portugal et Suisse

4. Australie, Canada, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède

5. Zone euro (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Portugal et Pays-Bas), Danemark, Norvège et Suisse

fut suivie en mars 1990 de la signature d'un premier accord sur les cibles à atteindre en matière de politique monétaire. Cette entente conclue entre le ministre des Finances et le gouverneur désigné de la banque centrale prévoyait un objectif d'inflation explicite de 0 à 2 %.

Après la Nouvelle-Zélande, ce fut au tour du **Canada** d'annoncer, en février 1991, dans une déclaration commune de la Banque du Canada et du gouvernement, l'établissement de cibles précises pour la réduction de l'inflation. La Banque se trouvant sans cadre formel pour la conduite de sa politique monétaire depuis l'abandon de ses cibles d'expansion monétaire en 1982, le gouverneur John Crow avait déjà plaidé, en 1988, en faveur d'une réduction de l'inflation et d'une évolution vers la stabilité des prix à plus long terme, sans donner, toutefois, de définition quantitative de cette dernière (Crow, 1988; lire aussi Thiessen, 2000, pour une vue d'ensemble). À l'instar de la Nouvelle-Zélande, le Canada voulait faire baisser les attentes d'inflation afin de favoriser le recul de l'inflation. Cet objectif était d'autant plus pressant que l'on craignait les possibles répercussions de l'important choc de prix qui allait suivre l'instauration de la taxe sur les produits et services au début de 1991 (ainsi que celles de la

flambée des cours pétroliers observée après l'invasion du Koweït par l'Iraq en 1990).

En Europe, les pressions qui pesaient sur les régimes de change en place, puis la perte du point d'ancrage nominal de la politique monétaire que représentait le taux de change, poussèrent plusieurs États à prendre explicitement pour cible l'inflation. Peu de temps après son retrait du mécanisme de change européen⁶, en septembre 1992, le **Royaume-Uni** adopta une cible d'inflation. Le nouveau cadre, dont le chancelier de l'Échiquier (toujours responsable du choix des taux d'intérêt) fit l'annonce en octobre, établit une cible d'inflation de 1 à 4 %. La **Suède** suivit l'exemple britannique peu après avoir renoncé à son régime de changes fixes en novembre 1992, au terme d'une dépréciation rapide de la couronne suédoise d'environ 15 %. Dans ce pays, l'inflation était déjà basse, mais il fallait donner une assise nouvelle à la politique monétaire, car l'économie languissait et le système bancaire était fragile. C'est ce que fit la banque centrale

6. Le mécanisme de change a été mis en place par la Communauté européenne en 1979 pour imposer des limites aux fluctuations des taux de change entre États membres.

en annonçant en janvier 1993 qu'elle axerait son action sur le respect d'un objectif d'inflation de 2 %, borné de part et d'autre par une marge de fluctuation de un point de pourcentage. Le gouverneur Bäckström expliqua rétrospectivement qu'en raison de la nécessité de mettre en œuvre rapidement le nouveau cadre, il n'avait pas été possible de procéder à un examen approfondi de certains de ses aspects, notamment en ce qui concerne le choix de la politique monétaire à mener face à différents chocs⁷.

La tourmente qui frappa les monnaies européennes au début des années 1990 mit à rude épreuve la **Finlande** et le régime de changes fixes d'après-guerre auquel elle tenait fortement. À l'instar de la Suède, le pays s'enfonçait dans la récession et était touché par une crise bancaire qui prenait de l'ampleur. En septembre 1992, les autorités décidèrent de laisser flotter le mark finlandais, qui était soumis à une pression persistante. Six mois plus tard, après un intermède marqué par une certaine confusion quant à l'orientation de la politique monétaire, la Banque de Finlande se dotait d'une cible d'inflation dans le but de stabiliser le taux d'inflation à 2 % avant la fin de 1995. L'annonce officielle « ne fut pas bien reçue par la population », qui l'accueillit avec scepticisme, même si le niveau de l'inflation avoisinait déjà la cible fixée (Åkerholm et Brunila, 1995).

En **Australie**, l'adoption d'une cible d'inflation se fit de manière plutôt informelle, sans calendrier ni engagement précis. Tout commença lorsque le gouverneur de la banque centrale, en mars 1993, estima publiquement que, dans une optique de stabilité des prix, « une inflation moyenne de 2 à 3 % pendant quelques années [...] serait souhaitable » (Stevens, 1999). Au fil des discours qui suivirent, le gouverneur précisa le cadre qu'il entre-voyait, en indiquant par exemple que la tenue de l'inflation serait évaluée en fonction de la moyenne observée sur l'ensemble du cycle économique, ce qui traduisait l'idée qu'il était difficile de maîtriser exactement l'évolution de l'inflation. Cette hésitation des débuts compliqua quelque peu la tâche des autorités lorsqu'il fallut convaincre les marchés que l'Australie avait bel et bien une cible. Le cadre de départ avait été « largement perçu comme un peu trop lâche » (Stevens, 2003). Cette impression fut toutefois dissipée en 1996 avec la passation, entre le gouverneur et le ministre des Finances, d'un premier accord officiel, sorte d'énoncé de politique monétaire (*Statement on*

the Conduct of Monetary Policy), qui sera modifié en 2003.

En **Espagne**, la banque centrale annonça l'établissement d'une cible d'inflation en novembre 1994, après l'entrée en vigueur, en juin, d'une loi révisée qui lui conférerait une entière indépendance, en prévision de la participation prochaine du pays à l'Union monétaire européenne. Comme au Canada, elle était aussi motivée, du moins partiellement, par les craintes que la hausse du niveau des prix associée au relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée, prévu pour janvier 1995, ne se répercute sur l'inflation au-delà du court terme.

La deuxième vague : 1999-2001

Une deuxième vague s'est constituée avec la formation par onze pays (dont la Finlande et l'Espagne, citées plus haut) de l'Union monétaire européenne et la création concomitante de la zone euro. **La Banque centrale européenne** (BCE) a amorcé ses activités le 1^{er} janvier 1999 en disposant d'un cadre de conduite de la politique monétaire déjà entièrement défini. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a jugé que la mission de stabilité des prix dont est légalement investie l'institution avait pour corollaire le maintien des taux d'inflation à des niveaux « inférieurs à 2 % » dans la zone euro sur le moyen terme. Rappelons toutefois que la BCE ne considère pas qu'elle poursuive une cible d'inflation, du moins pas comme le font la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et la Suède. L'évaluation des perspectives d'évolution des prix y tient une place importante et s'appuie sur une large gamme d'indicateurs, ainsi que sur un second pilier, l'analyse des tendances monétaires.

La **Suisse** avait fait de la poursuite de cibles de croissance monétaire un point d'ancrage nominal de sa politique avant d'opter au début des années 1990 pour des cibles monétaires pluriannuelles, censées lui offrir plus de flexibilité face aux chocs. Néanmoins, les problèmes persistent, si bien qu'à la fin de la décennie, ces cibles ne paraissent plus incarner la meilleure solution (en clair, elles ne permettaient pas de bien expliquer au public les décisions de politique monétaire). Par conséquent, la Banque nationale suisse (BNS) annonça à la fin de 1999 que sa politique viserait dorénavant la stabilité des prix, assimilée à une inflation de moins de 2 %, mais que l'évolution de la masse monétaire conserverait un rôle majeur. La BNS ne vit pas dans cette nouvelle orientation l'établissement d'une cible d'inflation, même si, d'après Rich (2000, p. 21), les différences affichées semblent surtout correspondre à des nuances sémantiques.

En **Norvège**, il était devenu de plus en plus difficile durant les années 1990 de préserver un taux de change

7. Voir Bäckström (2003). Heikensten (2002) décrit les efforts ultérieurs de consolidation du nouveau cadre.

stable à court terme, notamment à cause des fortes fluctuations des cours pétroliers. Face aux craintes d'inflation suscitées par la reprise prolongée, le gouvernement publia, en mars 2001, ses prescriptions en matière de politique monétaire (*Regulation on Monetary Policy*), faisant de la stabilité des prix l'objectif à privilégier et définissant une cible d'inflation opérationnelle d'environ 2 1/2 % en longue période. La décision du gouvernement norvégien d'adopter un régime de cibles d'inflation était également liée à une transformation du cadre de la politique budgétaire, engagée afin de restreindre l'usage des fonds publics dans la gestion de la demande globale. C'est aussi en mars 2001 que la banque centrale et le gouvernement de l'Islande annoncèrent conjointement la fixation de cibles d'inflation dans leur pays. La stabilité des prix y est définie comme un taux d'inflation de 2 1/2 %, et la banque centrale doit publier un rapport lorsque l'inflation dévie de plus de 1 1/2 point de pourcentage (en plus ou en moins) de l'objectif officiel.

Après 2006, une troisième vague?

Deux grands pays industrialisés n'ont pas encore établi de cibles explicites d'inflation, ni même choisi de définir un taux d'inflation compatible avec la stabilité des prix. Il s'agit des États-Unis et du Japon. Cela n'empêche pas que l'utilisation des cibles d'inflation dans la conduite de la politique monétaire y soit vivement débattue depuis quelques années. Aux États-Unis, la question a été à l'ordre du jour de nombreuses réunions du Comité de l'open market (FOMC) de la Réserve fédérale au milieu des années 1990, sans doute en raison de l'instauration de tels régimes dans les pays de la première vague présentée ci-dessus. Plus récemment, le débat a rebondi avec le remplacement du président Alan Greenspan par Ben Bernanke, que l'on dit généralement favorable à la mise en place d'une cible d'inflation plus explicite pour mener la politique monétaire américaine.

La plupart des observateurs estiment que la politique monétaire des États-Unis a donné de très bons résultats ces dernières années et permis à ce pays d'acquérir une énorme crédibilité au chapitre de la maîtrise de l'inflation. C'est pourquoi certains doutent que les Américains trouvent quelque intérêt à se fixer une cible d'inflation explicite. D'après eux, les contraintes qu'une cible chiffrée semble imposer aux autorités monétaires pourraient faire problème, entre autres du fait du « double mandat » de la Réserve fédérale, qui est tenue par la loi de veiller à la stabilité des prix et au plein emploi. Il reste que la poursuite de cibles d'inflation a la faveur d'un grand nombre dans les milieux universitaires et dans les banques centrales, où l'on

tend à voir dans les cibles chiffrées un instrument qui vient renforcer un cadre déjà performant. Ses partisans soulignent d'ailleurs qu'en réalité, les régimes de cibles d'inflation sont mis en œuvre avec une certaine souplesse et n'entravent pas les efforts de stabilisation de la production⁸. Depuis la prise de fonctions du président Bernanke en février 2006, les commentateurs ont préconisé une voie médiane, axée sur la publication d'une définition quantitative de la stabilité des prix qui serait valable pour le long terme (lire Meyer et Sack, 2006a et b, ou Gramlich, 2003, pour une première présentation).

Au Japon, les cibles d'inflation ont retenu l'attention des autorités monétaires à plusieurs reprises au cours des dernières années, comme le montrent les procès-verbaux des réunions consacrées à la politique monétaire. Des modifications importantes apportées en 1998 à la loi organique de la banque centrale ont clarifié l'objectif de stabilité des prix sans toutefois le quantifier. Les appels que certains observateurs ont lancés en faveur de l'établissement par le Japon d'un régime explicite de cibles d'inflation s'inscrivent dans un contexte très différent de celui des États-Unis. Étant donné la déflation persistante qu'a connue le Japon de 1998 à 2005, ce genre de régime a plutôt été perçu comme un moyen de renouer avec une inflation faible mais positive.

Bien que la Banque du Japon ait adopté durant la première moitié des années 2000 diverses mesures concernant la conduite de la politique monétaire (Ito, 2004), les cibles d'inflation ne figuraient pas parmi les priorités fixées. L'annonce de changements opérationnels au sein de l'institution en mars 2006 a cependant été accompagnée d'une déclaration indiquant que les membres du directoire de la Banque jugeaient la stabilité des prix compatible avec un taux d'inflation mesuré allant de 0 à 2 % à moyen et long terme. Ces derniers prirent soin de préciser que leur déclaration n'inaugurait pas une politique de ciblage explicite de l'inflation, mais qu'elle définissait tout au plus une fourchette de référence pour la stabilité des prix.

Les premiers cadres de poursuite de cibles d'inflation

Comme il ressort de ce survol, les motifs immédiats qui poussent à introduire un régime de cibles d'inflation varient d'un pays à l'autre et englobent une série de

8. Beaucoup d'entre eux font valoir que ces régimes favorisent en fait la stabilité de la production parce qu'ils réduisent l'incertitude et permettent aux autorités monétaires d'intervenir plus vigoureusement pour stabiliser l'activité, grâce à la crédibilité accrue dont elles jouissent.

facteurs : perte de l'ancien point d'ancrage nominal; volonté d'abaisser les attentes d'inflation pendant une phase de désinflation; incidence appréhendée d'une hausse des impôts indirects; union monétaire en Europe; réforme budgétaire. Dans certains cas, le passage à un nouveau cadre de conduite de la politique monétaire a été nettement accéléré par l'effondrement du régime de changes fixes. Au delà des différences, force est de constater que les transformations se sont le plus souvent appuyées sur un consensus croissant qui s'est établi autour du bien-fondé d'une inflation basse. Les régimes de cibles d'inflation ont en outre fait leur entrée dans un nombre grandissant d'économies de marché émergentes, en dépit des craintes initiales sur la difficulté que poserait leur acclimatation au sein de ce groupe d'économies (voir l'encadré).

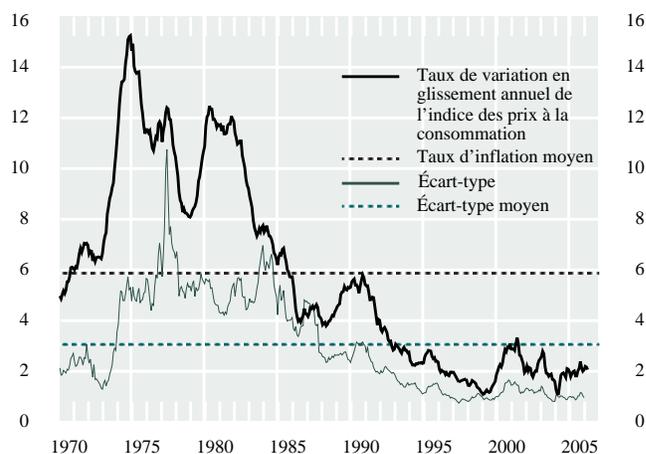
On pouvait donc s'attendre à ce que les cadres de poursuite de cibles d'inflation soient passablement modifiés avec le temps et le développement de la recherche dans le domaine.

De nombreux travaux ont analysé le profil de l'inflation dans les pays industrialisés où existent des cibles d'inflation, ainsi que les résultats enregistrés en ce qui concerne d'autres variables, telles les attentes d'inflation et la volatilité de la production et des instruments de politique monétaire (voir à ce sujet Kuttner, 2004; Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2001; Roger et Stone, 2005). Dans l'ensemble, deux grands constats se dégagent. En premier lieu, les pays qui se sont dotés de cibles ont réussi à faire reculer l'inflation et à la maintenir à un niveau bas, mais il est difficile d'attribuer la paternité des gains obtenus aux seules cibles. Les années 1990 ont en effet été caractérisées par une baisse généralisée de l'inflation et un rapprochement des taux d'inflation observés dans les différents pays (Graphique 2). En second lieu, les attentes d'inflation semblent bien arrimées, tant dans les pays pourvus de cibles d'inflation que dans les autres; cependant, des données indiquent que l'effet des chocs économiques sur les attentes d'inflation est moins important parmi les premiers que chez les seconds (Gürkaynak, Levin et Swanson, 2006; Levin, Natalucci et Piger, 2004).

Globalement, les pays de ce groupe sont beaucoup mieux parvenus à minimiser les écarts par rapport à

Graphique 2

Taux de variation de l'IPC dans 20 pays industrialisés



Nota : Moyenne non pondérée de l'inflation dans les pays suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle-Zélande, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suisse

la cible que ce que l'expérience laissait augurer. La poursuite de cibles d'inflation dans la conduite de la politique monétaire reste malgré tout une stratégie relativement jeune, que Kenneth Kuttner (2004) juge « encore dans son adolescence ». On pouvait donc s'attendre à ce que les cadres afférents soient passablement modifiés avec le temps et le développement de la recherche dans le domaine. C'est de l'évolution de leurs diverses composantes qu'il sera question dans la prochaine section.

Les composantes des régimes de cibles d'inflation

Un régime de cibles d'inflation constitue une façon, pour la banque centrale, d'aider le public et les marchés financiers à comprendre ses objectifs et ses interventions. En réponse à ceux qui prétendent que ce régime risque de faire porter la stratégie de maîtrise de l'inflation sur des horizons à court terme, les banques centrales soutiennent qu'elles poursuivent leurs cibles tout en conservant une certaine marge de manœuvre, qui est indispensable pour tenir compte des incertitudes entourant l'évolution future des variables économiques, et, en particulier, des chocs. Ce faisant, elles témoignent du fait que le cadre qu'elles se sont donné ne vise pas simplement à maîtriser l'inflation, mais, en définitive, à obtenir de bons résultats économiques.

Certains types de chocs ne posent pas vraiment de difficulté aux autorités monétaires, comme les chocs de demande qui entraînent des mouvements des prix

La poursuite de cibles d'inflation dans les économies de marché émergentes

Malgré les graves problèmes d'inflation qu'ont connus les pays en développement, ou peut-être à cause d'eux, on a d'abord cru que la poursuite de cibles d'inflation ne convenait pas aux économies de marché émergentes. La mise en œuvre d'un régime de cibles d'inflation était perçue comme un défi redoutable, nécessitant, entre autres choses, une expertise en matière de politique monétaire, des marchés bien rodés et une infrastructure institutionnelle qui semblaient absents dans la plupart de ces économies. D'autres régimes monétaires, le régime de changes fixes par exemple, étaient jugés plus appropriés. Avec le temps, toutefois, on en est venu à penser que les économies émergentes étaient justement celles qui pouvaient bénéficier le plus d'un régime de cibles d'inflation, car celui-ci leur procurerait le point d'ancrage nominal clair et, en définitive, la crédibilité qui leur faisaient défaut. Dans les pays en développement où l'on était parvenu à faire diminuer l'inflation au milieu des années 1990 (voir le Graphique B1), la poursuite de cibles d'inflation semblait aussi un bon moyen de « pérenniser » les gains si durement acquis. Entre 1997 et le début de 2002, pas moins de treize économies de marché émergentes ont adopté des cibles d'inflation explicites (soit Israël, la République tchèque, la Pologne, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Afrique du Sud, la Thaïlande, la Corée du Sud, le Mexique, la Hongrie, le Pérou et les Philippines)¹. En 2005 et 2006, quatre autres pays (soit la Slovaquie, l'Indonésie, la Roumanie et la Turquie) se sont également dotés de cibles d'inflation.

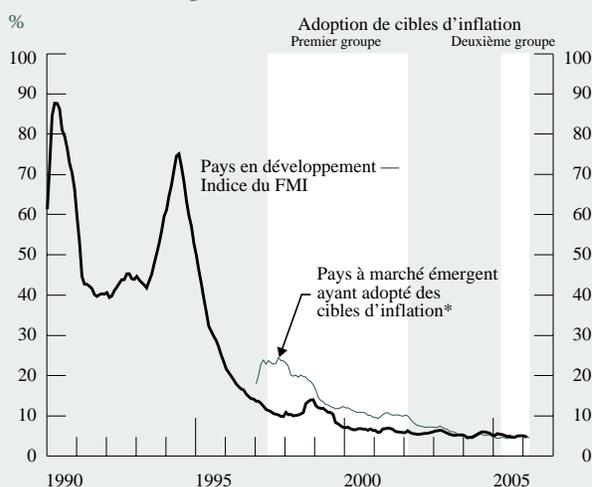
Même si l'établissement de cibles d'inflation explicites par des pays à marché émergent est récent, il est possible d'en évaluer l'incidence, le nombre d'économies émergentes qui n'ont pas de cible en la matière étant suffisamment grand pour servir de point de comparaison (il est très difficile de le faire dans le cas des pays industrialisés, car rares sont ceux qui n'ont pas de cible d'inflation ou qui n'ont pas adopté de définition de la stabilité des prix). Une

1. Nous avons adopté la typologie des pays en développement et des régimes présentée dans l'étude du FMI (2006).

étude réalisée récemment par le Fonds monétaire international (FMI) compare les résultats macroéconomiques des 13 économies émergentes mentionnées ci-dessus à ceux de 29 pays à marché émergent comparables n'ayant pas de cible d'inflation (FMI, 2006). Selon les conclusions de cette étude, les pays pourvus de cibles d'inflation affichent une meilleure tenue sur le plan macroéconomique que ceux qui ont recours à un autre régime de politique monétaire. Bien que de nouvelles recherches soient nécessaires en vue de confirmer ces résultats, ceux-ci donnent à penser que la poursuite de cibles d'inflation peut, de fait, convenir à un groupe de pays plus large que ce que l'on croyait auparavant.

Graphique B1
Inflation dans les économies de marché émergentes

(variation de l'IPC en glissement annuel)



* Moyenne non pondérée de l'inflation dans les pays suivants : Israël, République tchèque, Pologne, Brésil, Chili, Colombie, Afrique du Sud, Thaïlande, Corée du Sud, Mexique, Hongrie, Pérou, Philippines, Slovaquie, Indonésie, Roumanie et Turquie

et de la production dans la même direction. Dans ce cas précis, la stabilisation du niveau des prix permet du même coup de stabiliser la production à son niveau potentiel (bien que la vitesse avec laquelle on cherchera à atteindre ce résultat soit une considération importante). Cependant, les problèmes susceptibles d'être associés à un régime de cibles d'inflation mis en œuvre de manière étroite (l'objectif chiffré devant impérativement être atteint sur une courte période) sont plus manifestes face à des chocs liés à une hausse des coûts, ou chocs d'offre, qui peuvent pousser la

production et l'inflation dans des directions opposées. Les situations de ce genre font courir aux banques centrales le risque de réagir à une augmentation ponctuelle du niveau des prix plutôt qu'à une tendance inflationniste fondamentale. Dans le cadre d'un régime de cibles d'inflation où la banque centrale tente de faire revenir l'inflation au niveau cible le plus rapidement possible, la variation de la production risque d'être amplifiée. Selon certains analystes, les banques centrales (qu'elles aient adopté des cibles d'inflation ou non) auraient avantage à incorporer

explicitement un autre type de choc dans leur stratégie de politique monétaire, à savoir les déséquilibres de prix sur le marché des actifs⁹. D'aucuns laissent entendre que les prix des actifs pourraient être pris en compte à l'intérieur du cadre traditionnel de ciblage de l'inflation par un allongement de l'horizon que les banques centrales se fixent pour ramener l'inflation à la cible.

Dans un régime de cibles d'inflation, il est d'autant plus compliqué de déterminer comment réagir face aux chocs que leur nature est souvent difficile à cerner. Après tout, « les chocs ne se présentent pas avec des étiquettes » [*traduction*] (Trichet, 2004, p. 4). C'est

9. Pour une analyse plus complète, voir Selody et Wilkins (2004).

pourquoi la conception globale des différents éléments du cadre, tout comme les relations qui existent entre ceux-ci, revêt une importance primordiale. Par exemple, si l'on décide de combiner un horizon relativement court pour la politique monétaire à une fourchette cible étroite dans l'espoir de limiter les écarts par rapport au taux visé lorsque surviennent des chocs, on risque de rendre difficile la conduite de la politique monétaire (pour cause d'instabilité des instruments mis en œuvre) et de provoquer une volatilité indésirable de la production.

Il convient de tenir compte de ces enjeux d'une manière qui ne compromette pas gravement la crédibilité du régime, c'est-à-dire en évitant de créer des doutes quant à la volonté des autorités monétaires d'atteindre

Tableau 1
Cadres actuels de poursuite de cibles d'inflation

	Nouvelle-Zélande	Canada	Royaume-Uni	Suède	Australie
Adoption	Mars 1990	Février 1991	Octobre 1992	Janvier 1993	Mars 1993
Cible actuelle	Fourchette de 1 à 3 % (sans indication de point médian)	Point médian de 2 % d'une fourchette allant de 1 à 3 %	2 % (+/- 1 point de pourcentage, mais il ne s'agit pas d'une fourchette cible)	2 %, +/- 1 point de pourcentage	2 à 3 % en moyenne sur l'ensemble du cycle économique
Variable cible	IPC (certaines circonstances autorisent des écarts par rapport à la cible)	IPC (on a recours à une mesure de l'inflation fondamentale pour guider la conduite de la politique monétaire)	IPC (fondé sur l'IPC harmonisé de l'Union européenne)	IPC (mais l'accent est souvent mis sur UNDI _X)	IPC
Horizon ^a	Moyen terme	De six à huit trimestres	Moyen terme	Deux ans	Moyen terme
Établissement de la cible	Entente conclue entre le gouverneur de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande et le ministre des Finances (la plus récente remonte à 2002)	Entente quinquennale conclue entre le gouvernement et la banque centrale (la dernière remonte à 2001)	Mandat reçu du chancelier de l'Échiquier (au moins une fois tous les douze mois)	Banque centrale	Déclaration émise conjointement (la plus récente remonte à 2003) par le gouverneur de la Banque de réserve et le ministre des Finances
	Finlande ^b	Espagne	Zone euro ^c	Suisse	Norvège ^d
Adoption	Février 1993	Novembre 1994	Janvier 1999	Janvier 2000	Mars 2001
Cible actuelle	2 %	Près de 2 %	Inférieure à, mais proche de 2 %	Inférieure à 2 %	Environ 2 1/2 % (+/- 1 point de pourcentage, mais il ne s'agit pas d'une fourchette cible)
Variable cible	IPC corrigé	IPC	IPC harmonisé	IPC	IPC (on privilégie une mesure de l'inflation fondamentale)
Horizon	Échéance précise pour la réalisation de la cible	Échéance précise pour la réalisation de la cible	Moyen terme	De deux à trois ans	De un à trois ans
Établissement de la cible	Banque centrale	Banque centrale	Banque centrale	Banque centrale	Gouvernement

Nota : IPC : indice des prix à la consommation; UNDI_X est une mesure de l'inflation sous-jacente.

a. L'horizon visé pour la politique monétaire peut représenter différentes choses dans un régime de cibles d'inflation. Ici, il indique la période sur laquelle la banque centrale attire le plus souvent l'attention.

b. En janvier 1999, la Finlande et l'Espagne sont devenues membres de la zone euro.

c. Ni la Banque centrale européenne (BCE) ni la Banque nationale suisse ne considèrent la poursuite de cibles d'inflation comme l'objectif de leurs régimes de politique monétaire.

d. Au même moment, l'Islande a adopté une cible d'inflation, elle aussi égale à 2 1/2 %.

la cible. Dans les parties qui suivent, nous proposons d'examiner la façon dont les autorités ont conçu les différents éléments de leur régime de cibles d'inflation (dont certains sont récapitulés dans le Tableau 1, sous leur forme actuelle), puis comment elles les ont rajustés en fonction des résultats qu'elles obtenaient, pour satisfaire au double critère de la crédibilité et de la flexibilité.

Dans un régime de cibles d'inflation, il est d'autant plus compliqué de déterminer comment réagir face aux chocs que leur nature est souvent difficile à cerner.

Les objectifs chiffrés : cibles ponctuelles et fourchettes cibles

Tout objectif chiffré influe lui-même sur la crédibilité globale du régime de cibles d'inflation. Si son niveau est trop élevé, on risque de douter de la volonté des autorités d'instaurer un climat de faible inflation. S'il est trop bas, on risque de considérer l'objectif comme irréaliste, ce qui aurait une incidence limitée sur les attentes d'inflation. En pratique, l'estimation de ce qui est réaliste — ou non — varie au fil du temps en fonction des résultats obtenus et des modifications des attentes.

Vu l'impossibilité de garder constamment le taux d'inflation à une valeur particulière — ce qui est, de toute manière, peu souhaitable —, certaines banques centrales ont établi une fourchette cible plutôt qu'un objectif ponctuel, ou une fourchette centrée sur un point médian. Toutefois, l'interprétation d'une fourchette peut être problématique. S'agit-il de

Tableau 2

Quelques changements apportés aux régimes de cibles d'inflation (A)

	Objectif chiffré	Variable cible
Nouvelle-Zélande	<ul style="list-style-type: none"> Les limites de la fourchette ont été établies initialement à 0 et 2 % ; sa limite supérieure a été portée à 3 % en 1996 et sa limite inférieure à 1 % en 2002. L'entente de 2002 prévoyait que la tenue de l'inflation serait évaluée en fonction de la moyenne observée sur le moyen terme. 	<ul style="list-style-type: none"> Divers indices des prix à la consommation (IPC) ont été utilisés pour éviter de prendre en compte l'incidence immédiate des variations de taux d'intérêt sur les prix; l'adoption d'un nouvel IPC global en 1999 a permis d'éliminer en grande partie cette incidence. L'énoncé des circonstances susceptibles d'autoriser des écarts a été élargi afin qu'il soit bien clair que celles qui sont mentionnées ne sont que des exemples parmi un éventail de choix possibles.
Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> D'une fourchette cible fixée initialement à 1-4 %, on est passé en 1995 à une cible de « 2 1/2 % ou moins », puis en 1997 à une cible de 2 1/2 % devant être respectée « en tout temps ». Depuis 1997, les déviations de plus de 1 point de pourcentage reçoivent une attention particulière, mais elles ne déclenchent pas automatiquement des mesures de politique monétaire. La cible a été établie à 2 % en 2003 à la suite de l'adoption d'un nouvel indice de prix cible. 	<ul style="list-style-type: none"> En 2003, l'IPC hors intérêts sur prêts hypothécaires (RPIX) a cédé la place à l'IPC harmonisé de l'Union européenne, dont sont exclus tant les prix des logements que la taxe d'habitation (<i>Council tax</i>) (le recours au nouvel indice a entraîné une réduction de la cible, qui a été ramenée de 2 1/2 à 2 %).
Suède	<ul style="list-style-type: none"> La cible et la fourchette définies à l'origine n'ont pas changé, mais, depuis 1999, il faut fournir une explication en bonne et due forme lorsque le taux d'inflation sort de la fourchette. 	<ul style="list-style-type: none"> À différents moments, la banque centrale s'est servie de divers indices de prix (dont étaient exclus les intérêts sur prêts hypothécaires et l'effet des impôts indirects, par exemple); en 1999, elle a précisé qu'elle utiliserait d'autres indices de prix pour guider sa politique monétaire. En 2003, la Banque de Suède a fait savoir qu'elle avait décidé d'attacher plus d'importance à un indice des prix hors énergie dans la conduite de sa politique monétaire.
Australie	<ul style="list-style-type: none"> Les autorités ont précisé ce qu'elles entendaient par cible moyenne de 2 à 3 %, à savoir que le taux d'inflation calculé sur l'ensemble du cycle économique devrait « comporter le chiffre 2 devant la décimale ». 	<ul style="list-style-type: none"> La cible établie à l'origine était définie par rapport à l'« inflation sous-jacente », mais aucune mesure précise n'était fournie; depuis 1998, la cible est formulée en fonction d'un indice des prix corrigé des coûts de logement.
Zone euro (Banque centrale européenne ou BCE)	<ul style="list-style-type: none"> La BCE a initialement défini la stabilité des prix comme un taux d'inflation « inférieur à 2 % », puis, en 2003, elle a substitué à cette formulation les mots « inférieur à, mais proche de 2 % ». 	<ul style="list-style-type: none"> L'indice global des prix retenu est l'IPC harmonisé; la BCE fait parfois allusion aux grandes variations que causent les fluctuations des cours de l'énergie, mais a eu assez peu recours à des indices qui excluent certaines composantes.
Norvège		<ul style="list-style-type: none"> L'élaboration d'un nouvel indice des prix hors énergie et effet des impôts indirects (publié depuis 2001) servant de cible opérationnelle a concrétisé officiellement l'intention de réduire l'influence des perturbations temporaires.

maintenir l'inflation simplement à l'intérieur de celle-ci, ou bien de viser son centre? Ses limites sont-elles purement indicatives, ou leur franchissement appelle-t-il automatiquement une intervention « musclée » de la part des autorités monétaires? Autrement dit, les bornes sont-elles rigides? En pratique, les banques centrales poursuivant des cibles d'inflation ont eu tendance à ne pas insister sur le caractère automatique d'une telle intervention de leur part, parfois en minimisant l'importance des limites de leur fourchette opérationnelle.

Dans la première colonne du Tableau 2 sont résumés les principaux changements qui ont été observés sur le plan des objectifs chiffrés de maîtrise de l'inflation. Il ressort tout d'abord que les pays qui sont dotés de cibles ont affiché une nette prédilection pour un objectif de 2 % (ou un objectif voisin de cette valeur). Second constat : les autorités n'ont pas abaissé leur cible d'inflation au fil du temps (si l'on excepte les cibles qui ont été utilisées à titre indicatif durant les périodes de désinflation ayant cours au moment de la mise en place de ces régimes), bien qu'elles aient excellé à contenir l'inflation et renforcé la crédibilité de leur politique monétaire¹⁰. Cela décevra peut-être ceux qui croient qu'il est possible de retirer des gains supplémentaires en diminuant encore l'inflation. Il convient par ailleurs de noter que certains spécialistes insistent sur le maintien d'un taux d'inflation positif, compte tenu, disent-ils, de la présence d'un biais de mesure et du risque de déflation (conjugué à l'existence d'une borne inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro).

Les fourchettes sont davantage conçues comme des véhicules de communication que comme des sonnettes d'alarme qui déclenchent automatiquement des mesures de politique monétaire.

La plupart des banques centrales emploient aussi des fourchettes, parfois dépourvues de point médian. Bien que celles-ci soient, dans l'ensemble, destinées à rendre plus transparents les niveaux de tolérance des

10. Au Royaume-Uni, la réduction de la cible d'inflation en 2003 (qui est passée de 2 1/2 % à 2 %) était liée à l'adoption d'un indice des prix différent pour des raisons d'ordre technique. Voir King (2004).

autorités monétaires face à la variabilité de l'inflation, leurs bornes ne sont pas considérées comme « rigides ». Autrement dit, on ne s'attend pas à ce que leur franchissement entraîne une rupture soudaine dans la conduite de la politique monétaire, qui viserait à ramener rapidement l'inflation au point médian, même si, en règle générale, on estime qu'il devrait donner lieu à des explications détaillées et publiques.

La nature même des fourchettes rappelle qu'elles sont davantage conçues comme des véhicules de communication que comme des sonnettes d'alarme qui déclenchent automatiquement des mesures de politique monétaire. Plutôt que de se fonder sur des intervalles de confiance définis explicitement par rapport au taux d'inflation observé, la majorité des fourchettes sont exprimées en chiffres ronds — leurs limites se situant d'habitude à un point de pourcentage de part et d'autre du point médian — et sont donc relativement faciles à expliquer. De fait, si l'on considère une fourchette essentiellement comme un outil de communication, sa taille précise n'a peut-être pas vraiment d'importance.

La variable cible (et les exclusions)

L'établissement d'une cible impose nécessairement de s'interroger sur les prix à inclure dans l'indice qui servira de référence. La poursuite de cibles d'inflation comporte un aspect de communication majeur, qui plaide en faveur du choix d'indices des prix très visibles que le public puisse comprendre facilement. En outre, pour préserver la crédibilité du régime en place, le choix des autorités monétaires ne devrait pas apparaître comme une tentative de masquer des réalités gênantes.

Mais la poursuite de cibles d'inflation appelle également une réflexion sur la manière de traiter les chocs d'inflation transitoires. Les variations de prix qui n'ont pas d'incidence à moyen terme sur l'inflation ne devraient pas en principe influencer sur la politique monétaire. Ces écarts passagers peuvent néanmoins nuire à la crédibilité. C'est pourquoi, en plus de s'appuyer sur des fourchettes pour expliquer leur conduite, les autorités sont portées à se concentrer sur des indices des prix qui excluent explicitement les effets transitoires. Par exemple, elles peuvent choisir une mesure de l'inflation intérieure qui fait abstraction des effets directs des variations du taux de change, ou bien une mesure de l'inflation fondamentale conçue pour exclure une gamme de chocs risquant d'avoir une incidence temporaire sur l'inflation. Dans certains cas, les autorités préféreront retenir un indice des prix global (habituellement l'indice d'ensemble des prix à la consommation) comme objectif général, mais mettre en œuvre leur politique monétaire en fonction

d'un indice plus restreint, dont elles jugent l'évolution plus informative à court terme.

Avec les années, un certain nombre des banques centrales qui s'étaient dotées de cibles d'inflation ont amélioré leur variable cible dans l'espoir de « supprimer » l'incidence des chocs perçus comme temporaires (la seconde colonne du Tableau 2 résume les principaux changements observés pour ce qui est des variables cibles). Elles sont restées cependant relativement prudentes quant aux ajustements à apporter aux indices des prix, compte tenu très probablement des problèmes de mesure que de tels ajustements soulèvent et de leur incidence sur la clarté des communications. La plupart des banques centrales ont opté pour des séries globales, qui excluent généralement les effets directs des modifications des taux d'intérêt et des impôts indirects sur les autres composantes (et produites, de préférence, par des organismes distincts plutôt que par leurs propres services, pour limiter le risque de présomption de manipulation).

Les banques centrales ont été amenées au fil du temps à brosser un portrait plus nuancé des différents types de chocs transitoires possibles.

Bien que les banques centrales aient été amenées au fil du temps à brosser un portrait plus nuancé des différents types de chocs transitoires possibles, elles ont eu tendance à écarter les indices hautement spécialisés dans l'intérêt, là encore, d'une meilleure communication. Par exemple, la majorité d'entre elles n'ont pas utilisé d'indices qui excluent les effets directs des fluctuations du taux de change. Il est aussi intéressant de constater que, malgré les préoccupations maintes fois exprimées concernant le biais de mesure, les autorités ne se sont pas reportées sur des indices susceptibles de présenter un biais moindre (comme, par exemple, les indices des prix en chaîne). De nouveau, on considère peut-être que ces séries introduiraient un degré de complexité peu propice à l'intelligibilité des communications (il suffit de penser aux effets des révisions des données passées).

L'horizon visé pour la politique monétaire

On peut aussi résoudre la question des chocs transitoires en précisant la période au cours de laquelle on s'attend à ce que l'inflation revienne au taux visé. Cette période peut se définir soit comme le délai de transmission

des décisions de politique monétaire — c'est-à-dire l'horizon auquel ces dernières permettent d'agir sur l'inflation, parfois appelé « horizon de contrôle » —, soit comme le délai au bout duquel on souhaite ramener l'inflation à la cible — la période, en somme, sur laquelle porte la stratégie de politique monétaire, dénommée ci-après « l'horizon de référence ». La différence entre ces deux notions est influencée par l'importance relative que les autorités attachent à d'autres objectifs, tels que la stabilisation de la production.

Les banques centrales qui poursuivent des cibles d'inflation peuvent adopter délibérément un horizon de référence plus long que leur horizon de contrôle. En règle générale, celles qui se fixent un horizon à moyen terme pour atteindre leur objectif en matière d'inflation accordent au moins un certain poids à d'autres objectifs. Il n'est toutefois pas facile pour un observateur externe d'évaluer ces poids relatifs.

La première colonne du Tableau 3 résume les changements les plus importants qui ont été apportés aux horizons retenus pour l'atteinte des cibles d'inflation. Dans la pratique, les autorités monétaires ont eu tendance à les rallonger quelque peu et à se focaliser sur le moyen terme, en dépit du degré d'ambiguïté que ce choix peut introduire. Ces modifications ne semblent pas avoir résulté d'un changement de perception du délai de transmission de la politique monétaire, mais, plus précisément, témoigner de l'expérience acquise par les autorités monétaires et de leur meilleure appréciation des chocs susceptibles de se produire. Il semblerait que, dans certains cas, le désir de se ménager une marge de manœuvre face aux déséquilibres potentiels de prix sur le marché des actifs ait été un facteur de motivation important.

L'allongement des horizons explicites ou implicites ne paraît pas avoir compromis la crédibilité de la politique monétaire pratiquée. De fait, ce changement a peut-être été possible précisément parce que la crédibilité des régimes s'est renforcée. Les banques centrales qui appliquent un régime de cibles d'inflation peuvent aussi « surfer », dans leurs déclarations publiques, entre leur horizon de contrôle (déterminé par le délai de transmission de la politique monétaire), leur horizon de prévision de l'inflation, dans les cas où elles publient une projection économique, et leur horizon de référence (au bout duquel les écarts par rapport à la cible devraient être totalement résorbés)¹¹. Bien que cela puisse poser

11. À des fins de clarification, la banque centrale de Suède a déclaré récemment (2006) qu'elle avait porté son horizon de prévision à trois ans, alors que son horizon de référence est de deux ans, en partie pour mettre plus facilement en lumière la persistance éventuelle des effets des chocs au-delà de l'horizon visé pour la politique monétaire.

Tableau 3

Quelques changements apportés aux régimes de cibles d'inflation (B)

	Horizon de référence	Structures institutionnelles
Nouvelle-Zélande	<ul style="list-style-type: none"> L'entente de 2002 insistait beaucoup sur « le moyen terme ». 	<ul style="list-style-type: none"> Un important mécanisme mis en place au moment de l'adoption de cibles d'inflation est la conclusion d'ententes relatives à ces cibles avec le gouvernement; au fil du temps, le libellé de l'entente a été modifié de façon à clarifier l'objectif central de stabilité des prix. La clause concernant la volonté d'éviter « une instabilité injustifiée de la production, des taux d'intérêt et du taux de change », ajoutée dans l'entente de 1999, n'a pas été perçue comme un élément compromettant l'atteinte de l'objectif de stabilité des prix.
Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> L'objectif d'inflation était établi initialement en fonction de la durée de la législature, mais des changements apportés par la suite ont fait en sorte de mettre l'accent sur le moyen terme. 	<ul style="list-style-type: none"> Des modifications ont été apportées en 1998 à la loi organique de la Banque d'Angleterre afin d'assurer l'indépendance de celle-ci sur le plan opérationnel et de créer un comité de politique monétaire.
Suède	<ul style="list-style-type: none"> L'horizon initial (de un à deux ans) a été porté à deux ans. Les circonstances qui pourraient mener à des écarts persistants au-delà de l'horizon ont été clarifiées au fil des ans. Un mécanisme permettant à la banque centrale d'annoncer, au besoin, la nécessité d'allonger l'horizon a été instauré en 1999. 	<ul style="list-style-type: none"> Depuis 1996, le gouvernement réitère dans son exposé budgétaire son appui à la stratégie de cibles d'inflation de la banque centrale. L'indépendance institutionnelle de la banque centrale a été officialisée en 1999.
Australie	<ul style="list-style-type: none"> Il a toujours été question d'un horizon à moyen terme, mais, depuis 1996, on précise que la tenue de l'inflation doit être évaluée en fonction de la « moyenne observée sur l'ensemble du cycle économique ». 	<ul style="list-style-type: none"> En 1996, le gouverneur et le ministre des Finances ont rendu public un document intitulé <i>Statement on the Conduct of Monetary Policy</i>, dans lequel il était mentionné que le gouvernement appuyait la cible d'inflation et reconnaissait l'indépendance de la Banque de réserve d'Australie (mention répétée dans l'énoncé de 2003).
Norvège	<ul style="list-style-type: none"> L'horizon fixé initialement à deux ans pour l'atteinte de la cible est devenu en 2004 un horizon « raisonnable » de « un à trois ans, normalement ». 	
Finlande		<ul style="list-style-type: none"> Depuis 1998, la loi organique de la Banque de Finlande garantit à celle-ci son indépendance.

des problèmes pour la clarté des communications, il ne semble pas que la crédibilité des régimes en ait pâti.

Le soutien des structures institutionnelles

Il est largement reconnu que des structures institutionnelles appropriées, ce qui inclut le franc soutien du gouvernement, sont d'importants éléments pour assurer la réussite et la crédibilité d'un régime de cibles d'inflation. Ce soutien s'est traduit généralement par une indépendance accrue des banques centrales et par la participation du gouvernement à certaines initiatives en matière de politique monétaire et de communication. L'évolution des structures institutionnelles ayant servi à asseoir la crédibilité du régime de cibles d'inflation au sein de plusieurs instances représentatives est décrite dans la seconde colonne du Tableau 3.

L'invocation d'objectifs touchant d'autres aspects que l'inflation peut cependant introduire un élément de doute. Ainsi, il arrive parfois que les déclarations du gouvernement ou les lois pertinentes fassent également référence à des objectifs apparemment conflictuels, tels que la croissance de l'emploi ou de la production. Néanmoins, les acteurs des marchés semblent avoir interprété ces consignes comme si elles signifiaient

que les autorités monétaires allaient attacher une certaine importance à la stabilisation de la production, mais pas au point d'éroder la stabilité des prix.

La communication et la publication de prévisions

Les fourchettes, les mesures de l'inflation sous-jacente, les exclusions explicites et les horizons de référence éloignés sont autant de moyens que les autorités monétaires emploient pour s'assurer une certaine flexibilité face aux incertitudes et aux chocs transitoires. Pourtant, cette même flexibilité peut aussi menacer la crédibilité des régimes de cibles d'inflation, surtout si les autorités monétaires ne révèlent pas (et ne sont peut-être pas en mesure de révéler) le poids qu'elles accordent à d'autres objectifs intermédiaires (dont la stabilisation de la production ou la stabilité de leur propre instrument de politique monétaire). Dans ces conditions, le soutien des structures institutionnelles évoqué précédemment est essentiel. Tout comme le sont des communications efficaces, qui visent à expliquer publiquement les décisions et les mesures des autorités.

Ces quinze dernières années, les communications relatives aux cadres et aux objectifs de politique

Tableau 4

Publication de projections concernant l'inflation

	Hypothèse relative aux taux d'intérêt	Hypothèse relative au taux de change	Communication de l'incertitude	Horizon approximatif	Diffusion des projections concernant l'écart de production
Nouvelle-Zélande	Taux d'intérêt endogènes	Taux de change endogène (avec retour à la moyenne de long terme)	Description de divers scénarios (à l'intérieur d'encadrés dans le <i>Rapport</i>) au besoin	De trois à quatre ans	Oui
Royaume-Uni	Taux implicites extraits du marché (et scénario de rechange où les taux d'intérêt sont constants)	Moyenne d'un niveau constant et de la trajectoire déduite de la parité des taux d'intérêt sans couverture	Graphiques en éventail	De deux à trois ans	Non
Suède	Taux implicites extraits du marché	Ajustement vers le niveau d'équilibre de long terme	L'évaluation des risques comporte l'emploi de graphiques en éventail construits à partir du scénario de référence; mention d'un scénario de rechange	De deux à trois ans	Non (sauf pour quelques indicateurs de l'utilisation des ressources)
Zone euro ¹	Taux constants ²	Taux constant	Présentation de tous les chiffres dans des fourchettes	Deux ans	Non
Suisse	Taux constants	Taux constant	Présentation des tendances de l'inflation d'après les indicateurs monétaires	Trois ans	Non
Norvège	Taux endogènes	Taux endogène (mais optique prudente à l'égard des variations futures)	Graphiques en éventail; présentation de plus d'un scénario; comparaison avec des règles de politique monétaire	De trois à quatre ans	Oui

1. Les projections publiées sont établies par le personnel de la Banque centrale européenne. Le Conseil des gouverneurs n'élabore pas ses propres projections.

2. Les taux d'intérêt à court terme sont supposés constants, alors que les taux à long terme sont fondés sur les attentes des marchés.

monétaire se sont accrues considérablement, que les banques centrales poursuivent des cibles d'inflation ou non¹². Comme le souligne Kuttner, « toutes les institutions qui ont des cibles d'inflation sont très loquaces » [*traduction*] (2004, p. 94). De fait, les stratégies de communication déployées aujourd'hui ne manquent pas de similitudes (par exemple, les rapports détaillés sur l'inflation sont devenus monnaie courante). Il reste néanmoins un domaine qui continue d'évoluer sensiblement; il s'agit de la publication d'information concernant l'évolution future de l'économie, dont les prévisions d'inflation. En raison du délai de transmission de la politique monétaire, le cadre de poursuite de cibles d'inflation accorde une large place à ces prévisions, afin que les décideurs puissent réagir rapidement au besoin. Svensson (1999 et 2005) prétend même que, lorsqu'il est mis en œuvre correctement, un tel régime revient essentiellement à utiliser une règle fondée sur l'établissement de prévisions d'inflation. Les banques centrales ont constamment augmenté la somme d'informations prospectives

12. Issing (2005) et Berg (2005) proposent des tableaux comparatifs détaillés des activités de communication de toutes les banques centrales évoquées ici. Pour une analyse plus complète du degré de transparence du Comité de l'open market, voir Poole (2005).

qu'elles publient, y compris, de plus en plus, les prévisions d'inflation et d'autres variables macroéconomiques qu'elles effectuent à l'interne. Le Tableau 4 récapitule quelques-unes des caractéristiques clés des prévisions d'inflation dont font état les banques centrales pourvues de cibles¹³.

Les banques centrales de Nouvelle-Zélande et de Norvège ont toutes deux été très loin dans la divulgation de leurs prévisions. La publication d'une trajectoire des taux d'intérêt est particulièrement problématique, en partie parce que la trajectoire prévue risque d'être interprétée comme un engagement des autorités de s'y conformer, mais aussi parce qu'il est difficile de rendre compte du caractère conditionnel des perspectives ainsi que des incertitudes qui les entourent. La Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande fonde néanmoins ses prévisions sur une trajectoire endogène des taux d'intérêt (c'est-à-dire liée à l'évolution des autres variables plutôt que complètement indépendante)

13. Voir Berg (2005) pour une comparaison similaire de la manière dont les banques centrales présentent leurs prévisions, mais pour un groupe d'institutions quelque peu différent (surtout en ce qui concerne le Tableau 3). Le Tableau 4 se concentre sur les banques centrales qui rendent compte de leurs hypothèses relatives aux taux d'intérêt. L'Australie et le Canada publient eux aussi des prévisions concernant l'inflation.

qui est compatible avec l'atteinte de sa cible d'inflation à l'horizon visé. De son côté, la banque centrale de Norvège a fondé les siennes pendant un certain temps sur les attentes implicites dans la structure des taux d'intérêt (qu'elle modifiait lorsque ses vues différaient sensiblement de celles des marchés), mais, à la fin de 2005, elle a commencé à publier ses propres prévisions sur la trajectoire des taux pour les trois années à venir¹⁴.

Les banques centrales ont constamment augmenté la somme d'informations prospectives qu'elles publient.

Pour résumer, la communication est le ciment qui assure la cohésion du cadre de poursuite de cibles d'inflation. Étant donné la tension perpétuelle entre la réalité de la cible (ou de la fourchette) chiffrée et l'impossibilité de l'atteindre constamment, les outils de communication, tels que les rapports sur l'inflation, sont indispensables pour expliquer l'incidence de chocs passagers. On constate d'ailleurs que l'utilisation de ces outils a considérablement augmenté dans les pays dotés de cibles d'inflation.

On peut soutenir que la clarté des objectifs des banques centrales est maximisée lorsque celles-ci font état de leurs prévisions de l'inflation (et des incertitudes qui planent sur ces dernières), de sorte que les agents économiques privés peuvent évaluer les interventions des autorités monétaires. Le taux d'inflation prévu offre en quelque sorte un condensé de l'ensemble des informations sur lesquelles se fonde la conduite de la politique monétaire. Même s'il y a plusieurs façons pour les agents économiques de se renseigner sur les objectifs d'une banque centrale, les prévisions peuvent s'avérer particulièrement efficaces pour révéler ses préférences sous-jacentes. Toutefois, elles peuvent aussi avoir des inconvénients, et une question toujours

14. La trajectoire endogène des taux d'intérêt se fonde sur un ensemble de six critères destinés à faire en sorte qu'elle demeure appropriée et raisonnable (cf. la dernière livraison du rapport sur l'inflation de la banque centrale de Norvège). Le récent passage à une trajectoire endogène pour le taux directeur s'est apparemment bien déroulé, encore que les différences qui ont été observées jusqu'à présent avec l'approche fondée sur les taux implicites extraits du marché soient minimales (voir Bergo, 2006, et Qvigstad, 2006).

en suspens concerne le degré de détail dans lequel devraient entrer les prévisions à publier.

Conclusion

À certains égards, les régimes de cibles d'inflation des pays industrialisés ont émergé de manière ponctuelle et disparate. Il faut dire qu'au début des années 1990, la théorie économique ne permettait pas d'établir de façon certaine les caractéristiques appropriées de ce genre de régime. On ignorait également quelles étaient les conditions optimales d'adoption d'un cadre de poursuite de cibles d'inflation. C'est pourquoi les premières définitions de ces cadres, de même que le calendrier de leur introduction, ont réclamé une bonne dose de jugement professionnel et ont été influencées dans une certaine mesure par les exigences du moment.

Dans ces conditions, il peut paraître surprenant que les cadres instaurés initialement aient donné de si bons résultats. Même si ces régimes ont très peu changé en substance depuis leurs débuts, tous les pays ayant des cibles ont réussi à maintenir un bas taux d'inflation et à nettement réduire les attentes d'inflation. On pourrait en déduire que, dès lors que les autorités monétaires sont capables de s'engager de manière crédible à garder l'inflation à un bas niveau, les caractéristiques précises de leur cadre de poursuite de cibles d'inflation importent comparativement peu. Par contre, les caractéristiques en question serviront forcément d'appui à la stratégie globale de communication, indispensable à l'établissement et au maintien de la crédibilité, compte tenu de la flexibilité avec laquelle toutes les banques centrales mettent en œuvre leur régime de cibles d'inflation.

Il semble que les banques centrales soient parvenues à mettre en place, dans des délais relativement courts, un cadre globalement approprié pour l'environnement existant. Des modifications ont cependant été apportées au fil des années dans plusieurs domaines essentiels, surtout en ce qui concerne l'horizon de référence. Celui-ci a eu tendance à s'allonger quelque peu, à mesure que l'attention se portait vers le moyen terme. On s'est mis aussi à accorder plus d'attention aux types de chocs et de mouvements des prix auxquels les banques centrales ne réagissaient pas ou qui les amenaient à autoriser des écarts prolongés par rapport à la cible.

Les modifications qui ont été apportées aux caractéristiques des régimes de cibles d'inflation depuis leur introduction n'ont généralement pas découlé de ce qui pourrait passer pour des erreurs dans leur

conception initiale. Il semble plutôt qu'à partir du moment où leur crédibilité était établie, les banques centrales aient pu instaurer un régime plus souple, plus pragmatique en somme, sans avoir à se soucier d'une éventuelle perte de crédibilité. Cela a aussi permis l'adoption d'une approche plus nuancée pour faire face aux chocs importants mais transitoires. Les dissimilitudes qui persistent entre les régimes de cibles d'inflation des banques centrales concernées résultent probablement davantage de réalités institutionnelles différentes et d'événements fortuits que de profondes divergences d'opinions sur le plan de la théorie économique.

L'un des critères importants qui a prévalu dans le choix de nombreux éléments de ces cadres était qu'ils

puissent être communiqués sans peine au public, afin de faciliter l'explication des objectifs et des décisions des banques centrales. Les efforts considérables que les banques centrales ont déployés au chapitre de leurs communications avec le public et la meilleure compréhension de ces cadres qu'elles sont parvenues à favoriser au fil du temps faciliteront sans doute les changements qu'elles voudront mettre en œuvre dans l'avenir. Selon Murray (2006), ces changements pourraient consister notamment à accorder plus d'attention aux variations importantes des prix des actifs, à abaisser les objectifs chiffrés et à prendre pour cible le niveau des prix, plutôt que l'inflation comme c'est la pratique courante de nos jours.

Ouvrages et articles cités

- Åkerholm, J., et A. Brunila (1995). « Inflation Targeting: The Finnish Experience ». In : *Inflation Targets*, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Bäckström, U. (2003). « The Road to Price Stability in the 1990s », *Economic Review*, n° 3, Sveriges Riksbank, p. 5-44.
- Berg, C. (2005). « Experience of Inflation-Targeting in 20 Countries », *Economic Review*, n° 1, Sveriges Riksbank, p. 20-47.
- Bergo, J. (2006). « Projections, Uncertainty and Choice of Interest Rate Assumption in Monetary Policy », discours, Banque de Norvège (janvier).
- Crow, J. (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, *Revue de la Banque du Canada* (février), p. 3-17.
- Fonds monétaire international (2006). « Inflation Targeting and the IMF » (mars).
- Gramlich, E. (2003). « Maintaining Price Stability », discours, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale (octobre).
- Gürkaynak, R., A. Levin et E. Swanson (2006). « Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S., U.K., and Sweden », document de travail n° 2006-09, Banque fédérale de réserve de San Francisco.
- Heikensten, L. (2002). « The Art of Targeting Inflation », *Economic Review*, n° 4, Sveriges Riksbank, p. 5-34.
- Issing, O. (2005). « Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (mars/avril), p. 65-83.
- Ito, T. (2004). « Inflation Targeting and Japan: Why Has the Bank of Japan Not Adopted Inflation Targeting? », document de travail n° 10818, National Bureau of Economic Research.
- King, M. (2004). « The New Inflation Target », discours, Banque d'Angleterre (janvier).
- Kuttner, K. (2004). « A Snapshot of Inflation Targeting in Its Adolescence ». In : *The Future of Inflation Targeting*. Actes d'un colloque tenu par la Banque de réserve d'Australie à Kirribilli les 9 et 10 août 2004.
- Levin, A., F. Natalucci et J. Piger (2004). « The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (juillet/août), p. 51-80.
- Meyer, L., et B. Sack (2006a). « Coming Soon: An Inflation Target at the Fed », *Monetary Policy Insights*, Macroeconomic Advisers, 26 janvier.
- (2006b). « An Explicit Inflation Objective: Defining Best Practice », *Monetary Policy Insights*, Macroeconomic Advisers, 24 mars.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Mishkin, F., et K. Schmidt-Hebbel (2001). « One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know? », document de travail n° 8397, National Bureau of Economic Research.
- Murray, J. (2006). « Future Trends in Inflation Targeting: A Canadian Perspective ». In : *La poursuite de cibles d'inflation : problèmes et possibilités*, communication présentée au nom de la Banque du Canada à un colloque tenu en février 2006. Document accessible à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/conference/2006/ny_conf2006f.html.
- Poole, W. (2005). « FOMC Transparency », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (janvier/février), p. 1-9.
- Qvigstad, J. (2006). « Review of the ECB's Strategy and Alternative Approaches », discours, Banque de Norvège (mai).
- Reddell, M. (1999). « Origins and Early Development of the Inflation Target », *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol. 62, n° 3, p. 63-71.
- Rich, G. (2000). « Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective », Banque nationale suisse.
- Roger, S., et M. Stone (2005). « On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets », document de travail n° 05/163, Fonds monétaire international.
- Selody, J., et C. Wilkins (2004). « Prix des actifs et politique monétaire : une perspective canadienne », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-16.
- Sherwin, M. (1999). « Inflation Targeting: 10 Years On », discours, Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande (juillet).
- Stevens, G. (1999). « Six Years of Inflation Targeting », *Reserve Bank of Australia Bulletin* (mai), p. 46-61.
- (2003). « Inflation Targeting: A Decade of Australian Experience », discours, Banque de réserve d'Australie (avril).
- Svensson, L. (1999). « Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability », document de travail n° 7276, National Bureau of Economic Research.
- (2005). « Monetary Policy with Judgment: Forecast Targeting », document de travail n° 11167, National Bureau of Economic Research.
- Sveriges Riksbank (2006). « Monetary Policy in Sweden » (mai).
- Thiessen, G. (2000). « Le changement au service de la stabilité : l'évolution de la politique monétaire à la Banque du Canada, de 1935 à 2000 », discours, Banque du Canada (octobre).
- Trichet, J. (2004). « Key Issues for Monetary Policy: An ECB View », discours, Banque centrale européenne.