

L'application de cibles en matière d'inflation : l'expérience du Royaume-Uni

William A. Allen

Depuis la fin de 1992, juste après être sorti du Mécanisme de change européen (MCE), le Royaume-Uni mène sa politique monétaire en fonction d'une cible définie à l'égard de l'inflation. Le cadre institutionnel est fort bien décrit dans le document de Robert Lafrance (dans les présents actes). Jusqu'ici, notre expérience de l'application de cibles en matière d'inflation s'est limitée à la phase d'expansion du cycle économique : en effet, l'économie n'a cessé de croître pendant les vingt trimestres allant du deuxième trimestre de 1992 au premier de 1997. Cette phase d'expansion a ceci de remarquable que l'inflation est demeurée faible, se situant à 2,9 % en moyenne depuis le premier trimestre de 1992; il s'agit là du plus bas taux enregistré au Royaume-Uni sur une durée de vingt trimestres depuis la période allant du troisième trimestre de 1959 au deuxième de 1964.

Au début de l'expansion en cours, la faiblesse de l'inflation pouvait raisonnablement être imputée à la gravité de la récession subie au début des années 90, de même qu'à la politique monétaire suivie par le Royaume-Uni à l'époque où il participait au Mécanisme de change. S'il est vrai, cependant, qu'il faut compter deux ans pour que l'effet des mesures de politique monétaire se fasse pleinement sentir sur l'inflation, il en découle que le faible taux d'inflation observé depuis la fin de 1994 peut être attribué à la politique monétaire appliquée depuis l'adoption de cibles en matière d'inflation.

Chose tout aussi importante, un consensus clair s'est établi dans la classe politique britannique en faveur d'une politique monétaire axée sur des cibles à l'égard de l'inflation. Au cours de la campagne électorale qui vient de se terminer, l'opportunité de se fixer des cibles en matière d'inflation a été l'un des points de convergence entre les principaux partis politiques, et

les travaillistes se sont engagés dans leur programme à maintenir le régime actuel.

La relation entre la faiblesse de l'inflation et la stabilité du taux de change a fait couler beaucoup d'encre depuis des décennies, et plus particulièrement au cours des dernières années en Europe. L'opinion la plus répandue en Europe continentale (encore qu'elle ne fasse pas l'unanimité), et l'un des arguments invoqués en faveur des taux de change fixes, est que ces derniers constituent pour les autorités monétaires un moyen efficace de maintenir une faible inflation. Cette opinion trouve surtout des partisans dans les pays qui ont d'importants voisins, bien qu'on ne puisse en faire une règle générale. Un autre point de vue, souvent partagé dans les pays qui ont éprouvé des difficultés à appliquer un taux de change fixe, est que la fixité du taux de change peut entrer en conflit avec les objectifs de politique intérieure, même quand l'objectif poursuivi est le maintien d'une faible inflation. D'après ce courant de pensée, il vaut mieux laisser le taux de change flotter et axer directement la politique monétaire sur la réalisation des objectifs intérieurs. Bien des tenants de ce point de vue croient également que le maintien d'une faible inflation favorise la stabilité du taux de change ou, à tout le moins, une réduction maximale de son instabilité. Le Royaume-Uni a acquis une vaste expérience des taux de change flottants au cours des quelque vingt dernières années; aussi est-il intéressant de voir ce que cette expérience peut nous apprendre au sujet de la relation entre l'inflation et la stabilité du taux de change.

On peut distinguer quatre périodes de quatre à cinq années chacune depuis le début de la décennie 70, quand la livre sterling a commencé à flotter (dans l'intervalle, son taux de change a été fixe à l'occasion). Ces périodes sont présentées au Tableau 1. Chacune d'elles s'est caractérisée par une réduction du taux d'inflation par rapport à la précédente, celui-ci étant passé de 15,9 % au cours des années 1972-1976 à 2,8 % depuis 1993. L'inflation a également diminué de façon générale dans les autres pays. On peut détecter dans les données une tendance à la baisse des valeurs mesurant la volatilité du taux de change. La baisse n'est toutefois pas spectaculaire. Par exemple, l'écart-type des taux de variation mensuels du cours de la livre sterling par rapport au mark est passé de 3,1 points de pourcentage au cours des années 1972-1976 à 2,1 points durant la période la plus récente — ce qui représente un recul d'environ 30 %, comparativement à une réduction de plus de 80 % de l'inflation au Royaume-Uni et de plus de 50 % en Allemagne.

Tableau 1**Inflation et stabilité du taux de change**

	Du 30 juin 1972 au 31 déc. 1976	Du 31 déc. 1977 au 31 déc. 1982	Du 31 déc. 1982 au 31 mars 1987	Du 31 déc. 1992 au 31 mars 1997
Inflation au Royaume-Uni				
Taux d'augmentation moyen sur douze mois de l'indice des prix de détail hors frais d'intérêt hypothécaire ^a	15,9	11,8	4,6	2,8
Inflation en Allemagne				
Taux d'augmentation moyen sur douze mois du coût de la vie	6,0	4,7	1,8	2,6
Taux de change £/DM				
Moyenne des niveaux de fin de mois (£/DM)	5,89	4,15	3,61	2,41
Écart-type en % de la moyenne	17,7	7,7	10,2	5,8
Écart-type des taux de variation mensuels	3,1	3,1	2,9	2,1
Indice du taux de change de la £ (1990 = 100)				
Moyenne des niveaux de fin de mois	136,5 ^b	119,1 ^b	109,2	88,0
Écart-type en % de la moyenne	12,2 ^b	7,5 ^b	7,0	4,3
Écart-type des taux de variation mensuels	1,7 ^b	1,9 ^b	2,6	1,7

a. Indice des prix de détail jusqu'en 1974

b. Moyennes mensuelles ou variations des moyennes mensuelles

Source : Bureau de la statistique du Royaume-Uni dans le cas des chiffres de l'inflation et Banque d'Angleterre pour les chiffres du taux de change

En tout état de cause, les résultats sont loin d'être concluants, puisqu'ils ne reposent que sur quatre observations. En outre, la stabilité supérieure des taux de change pendant les années 90 n'a pas permis d'éviter une appréciation de 18 % de la livre sterling, d'après l'indice du taux de change, de la fin de juillet 1996 à la fin d'avril 1997. Cette appréciation n'a pas été uniforme, loin de là, par rapport aux diverses devises; ainsi, la livre a gagné à peu près 22 % par rapport au mark depuis la fin de juillet 1996, mais seulement 5 % environ vis-à-vis du dollar américain.

En fait, nous avons assisté à d'importantes variations des prix des actifs, c'est-à-dire des baisses du prix de tous les actifs libellés en devises. De fortes variations de ces prix peuvent poser des problèmes difficiles aux autorités monétaires, comme peuvent en témoigner nos collègues de la banque centrale du Japon. Au Royaume-Uni d'ailleurs, la politique monétaire n'a pas toujours réagi comme elle l'aurait dû à l'évolution du taux

de change. Comme le soulignent les travaux universitaires, l'important est de savoir interpréter la variation des prix des actifs et d'en cerner les causes, la nature de ces dernières dictant la réaction à adopter.

Cela signifie, dans la situation actuelle du Royaume-Uni, qu'avant de pouvoir prendre une bonne décision en matière de politique monétaire, nous devons nous prononcer explicitement sur les causes de l'appréciation de la livre sterling. On trouve d'un côté, par exemple, beaucoup de gens qui considèrent que des capitaux considérables ont quitté les pays susceptibles de participer à l'Union économique et monétaire (UEM) européenne de crainte peut-être que la banque centrale européenne ne soit pas aussi efficace que la Bundesbank dans la lutte contre l'inflation. Les mêmes personnes estiment que le Royaume-Uni ne participera probablement pas à l'UEM, du moins pas au début. Si nous pensions que ce phénomène était entièrement à l'origine de l'appréciation de la livre, nous pourrions nous attendre à ce qu'il ait un effet négatif très marqué sur la production au Royaume-Uni et, si nous jugions que cette appréciation risquait d'être durable, il serait approprié de recommander une réduction des taux d'intérêt par rapport au niveau où ils se seraient établis autrement. Cependant, d'autres explications sont possibles. Si par exemple nous considérons, à l'inverse, que l'appréciation de la livre était entièrement due à une augmentation de la demande de biens et de services produits au Royaume-Uni (parce que les acheteurs ont par exemple l'impression que leur qualité s'est améliorée), il n'y aurait *aucun* effet négatif sur la production, ni de raison évidente de modifier la politique monétaire. Si j'ai donné ces deux exemples, ce n'est pas parce que nous sommes d'avis que *l'un ou l'autre* de ces facteurs est à l'origine exclusive de l'appréciation de la livre, mais bien pour souligner que la pertinence de la réaction des autorités monétaires dépend de l'exactitude du diagnostic porté sur la cause de l'appréciation.

Le calcul et l'emploi d'un indice des conditions monétaires consistant en une moyenne pondérée des variations des taux d'intérêt et du taux de change nous obligeraient à porter implicitement un jugement sur les causes des variations du taux de change. Ce jugement se refléterait dans les valeurs retenues pour les pondérations et s'appliquerait à toutes les fluctuations du taux de change. Nombre des erreurs commises sur le plan de la politique monétaire au Royaume-Uni depuis les années 70 sont imputables au fait que les variations imprévues du taux de change étaient considérées comme exogènes — sans rapport avec l'économie intérieure, un peu comme le temps qu'il fait —, et nous pensons qu'un indice des conditions monétaires pourrait nous amener à commettre de nouveau ce genre d'erreurs.

Bien entendu, nous devons admettre que notre diagnostic au sujet des causes de l'appréciation de la livre ne saurait être, au mieux, qu'un jugement

éclairé. Nous devons être conscients des risques liés à la probabilité que notre jugement, si éclairé soit-il, soit erroné et en tenir compte. En l'occurrence, une source d'erreur évidente tient aux modifications du profil des taux d'intérêt à court terme courants et attendus. Au Royaume-Uni, les taux à court terme attendus ont augmenté de la fin de juillet 1996 à la fin d'avril 1997 alors qu'en Allemagne, par exemple, ils ont connu l'évolution inverse. De telles fluctuations relèvent de phénomènes cycliques normaux, et la divergence observée entre le Royaume-Uni et l'Allemagne traduit tout simplement le fait que les cycles économiques ne coïncident guère entre les deux pays.

On peut toutefois présumer que les variations de taux de change qui découlent d'une évolution cyclique de ce genre sont elles-mêmes de nature cyclique; autrement dit, elles ne devraient pas être permanentes. Or, il semble que l'on s'attende à ce que la majeure partie de l'appréciation récente de la livre sterling ait un caractère permanent : alors que le cours au comptant de la livre sterling vis-à-vis du mark s'est accru de 22 %, le taux à dix ans a augmenté de 18,5 %. Une autre source potentielle d'erreur est la politique budgétaire. On a observé un resserrement notable à ce chapitre dans les pays d'Europe continentale, en partie dans le but de se conformer au critère de convergence prévu dans le Traité de Maastricht sur l'union européenne. Le déficit budgétaire a également été réduit au Royaume-Uni, mais les mesures d'austérité ont été plus draconiennes en Europe continentale. Cela pourrait contribuer à expliquer la baisse des monnaies centrales du Mécanisme de change par rapport à la livre.

On pourrait penser à d'autres théories encore pour expliquer le caractère peut-être permanent de l'appréciation de la livre; ces possibilités ont été évoquées dans diverses livraisons de notre rapport sur l'inflation. Mentionnons la hausse des prix du pétrole, d'éventuelles modifications importantes de la productivité au Royaume-Uni et les deux possibilités envisagées précédemment — une désaffection vis-à-vis des monnaies des pays que les observateurs jugent susceptibles de participer à la première phase de l'UEM, d'une part, et une hausse de la demande de produits britanniques, d'autre part. Les observations qui militent en faveur ou en défaveur de chacune de ces théories sont généralement insuffisantes. Nous jugeons néanmoins essentiel de nous en tenir à notre démarche, qui est d'essayer de comprendre les causes des variations du taux de change. Il s'agit, à l'heure actuelle, du principal défi que les cibles en matière d'inflation posent aux autorités monétaires du Royaume-Uni.

