

L'application de cibles en matière d'inflation : l'expérience de la Suède

Lars Heikensten

Nous vouons une grande reconnaissance, en Suède, à la Banque du Canada en raison de toute l'aide qu'elle nous a apportée au cours des dernières années. Nous avons beaucoup profité de l'expérience acquise par le Canada en matière de taux de change flottant. Nous avons subi l'influence de ce pays en ce qui concerne non seulement le cadre de conduite de nos politiques, mais aussi les travaux plus détaillés, par exemple en modélisation.

Dans les paragraphes qui suivent, je considérerai comme donné le cadre général d'application des cibles à l'égard de l'inflation. À mon avis, ce cadre nous a bien servis dans l'ensemble. J'aborderai ici trois questions soulevées par l'évolution actuelle en Suède. En premier lieu, sous quel angle faut-il considérer la *vitesse d'ajustement* vers une cible déterminée? Il y a ici un arbitrage à faire avec la croissance de la production. Une question plus importante peut-être, dans la pratique, est celle de savoir comment traiter les problèmes d'incertitude et de crédibilité. Ces facteurs ont joué un rôle dans la conduite de la politique monétaire en Suède. En second lieu, un facteur particulièrement important pour l'inflation, dans une petite économie ouverte, est le *taux de change*. La façon dont nous devons réagir aux variations du taux de change, étant donné les incertitudes qui les accompagnent, est l'une de nos grandes préoccupations. Il se pose enfin le problème de savoir comment *exprimer la cible* elle-même. Notre expérience récente offre peut-être des enseignements utiles à cet égard.

Avant de traiter de ces questions, j'aimerais cependant faire un bref rappel de l'évolution survenue en Suède au cours des dernières années.

1 Survol historique

En novembre 1992, après une défense héroïque, le régime de changes fixes a dû rendre les armes. Quelques mois plus tard, en janvier 1993, le Conseil de direction de la Banque de Suède adoptait un nouveau régime de politique monétaire fondé sur un taux de change flottant et une cible en matière d'inflation.

La période 1991-1993 a été marquée en Suède par la plus grave récession depuis les années 30. L'économie a repris de la vigueur depuis et enregistré une croissance de plus de 2,5 % par an, chiffre qui est supérieur à la moyenne des dernières décennies. En 1996, la croissance a nettement ralenti, mais l'économie est maintenant promise à une expansion forte et régulière au cours des prochaines années (Figure 1).

Les finances publiques ont subi une détérioration rapide pendant la récession, mais un redressement prononcé est intervenu depuis grâce au raffermissement de l'économie et à d'importantes mesures d'assainissement budgétaire, représentant environ 8 % du produit intérieur brut (PIB) entre 1994 et 1998 (Figure 2).

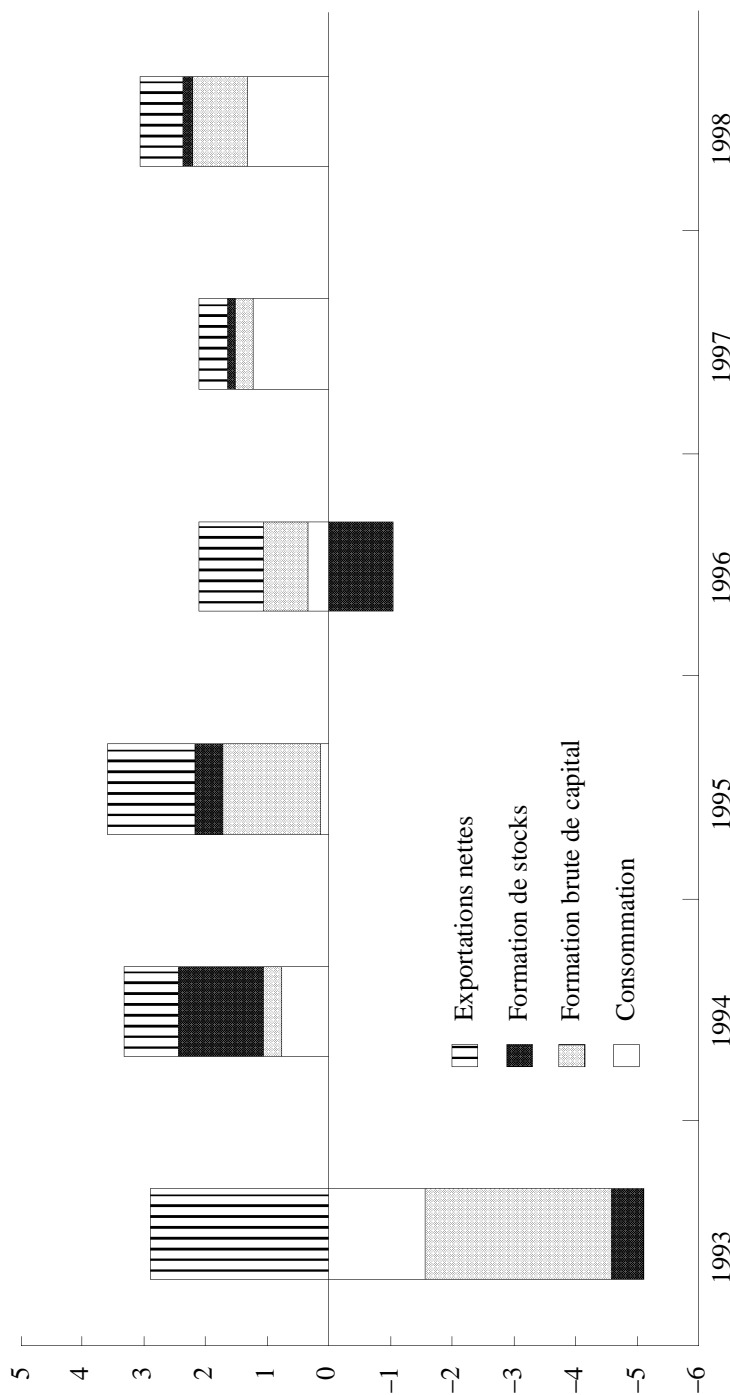
La récession du début des années 90 a ramené l'inflation aux alentours de 2 % (Figure 3). La tenue de l'inflation est restée favorable au cours des années suivantes, qui ont été caractérisées par une forte croissance. On a observé parallèlement une importante révision à la baisse des anticipations d'inflation (Figure 4).

Une ombre subsiste au tableau : le chômage, qui demeure à un niveau trop élevé, bien supérieur aux moyennes passées. Ce problème tient au processus d'établissement des salaires et à la structure du marché du travail.

2 La vitesse d'ajustement vers la cible

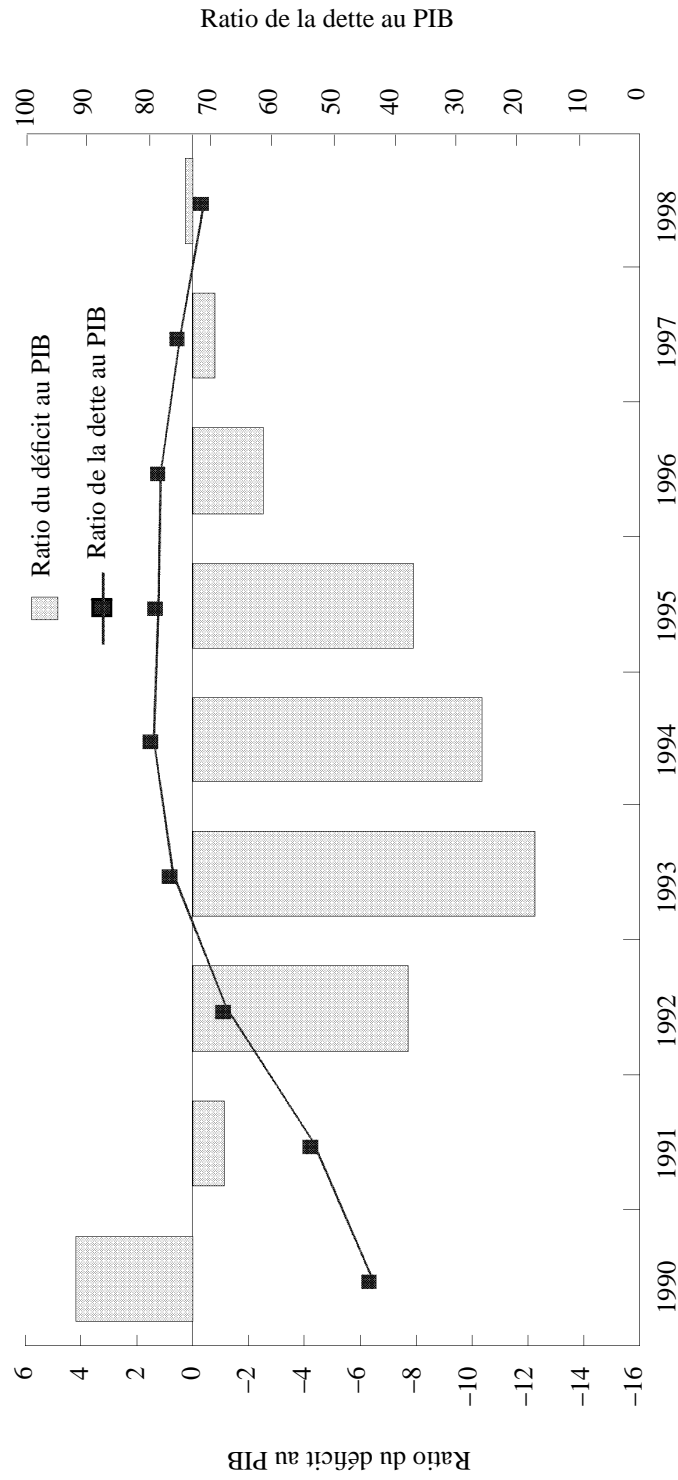
Je traiterai maintenant de mon premier sujet, la vitesse d'ajustement vers la cible et l'arbitrage entre la production et l'inflation. Dans sa décision initiale, le Conseil de direction de la Banque de Suède ne faisait allusion que brièvement à la production et à l'emploi. Il y justifiait de façon générale la nouvelle stratégie par l'argument que la stabilité des prix était une condition préalable à une croissance économique soutenue de même qu'au plein emploi. La nouvelle approche semblait donc fondée uniquement sur l'opinion voulant que, à long terme, la relation (s'il en existe une) entre le taux d'inflation et le taux de chômage présente une pente positive. La véritable question est de savoir quel rôle la stabilisation de la production et de l'emploi doit jouer dans la conduite de la politique monétaire à court et à moyen terme.

Figure 1
Composition de la croissance de l'économie suédoise (en pourcentage), 1993-1998



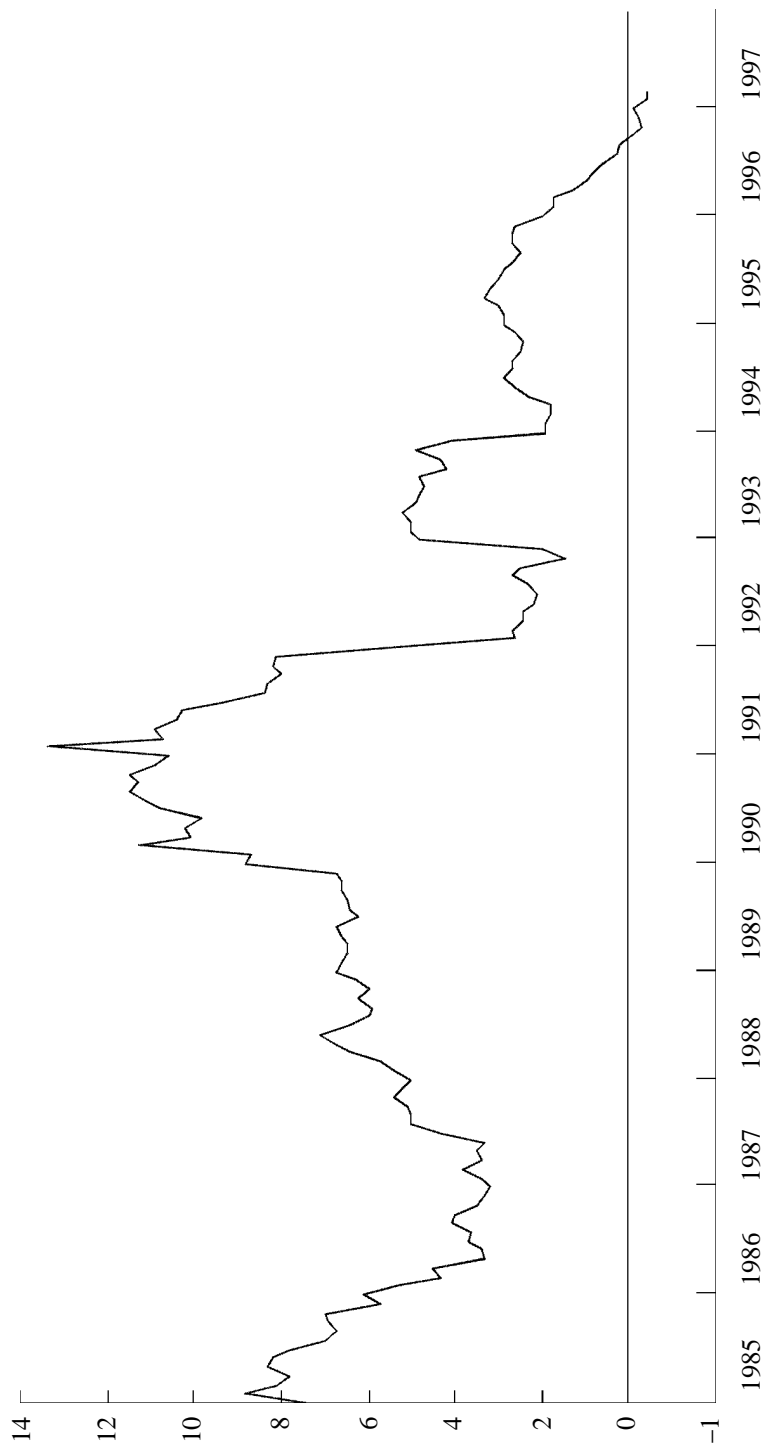
Sources : Bureau de la statistique de la Suède; pour 1997-1998, prévisions de l'Institut national de recherche économique

Figure 2
Dette et déficit de l'ensemble des administrations publiques de la Suède, en pourcentage du PIB, 1990-1998



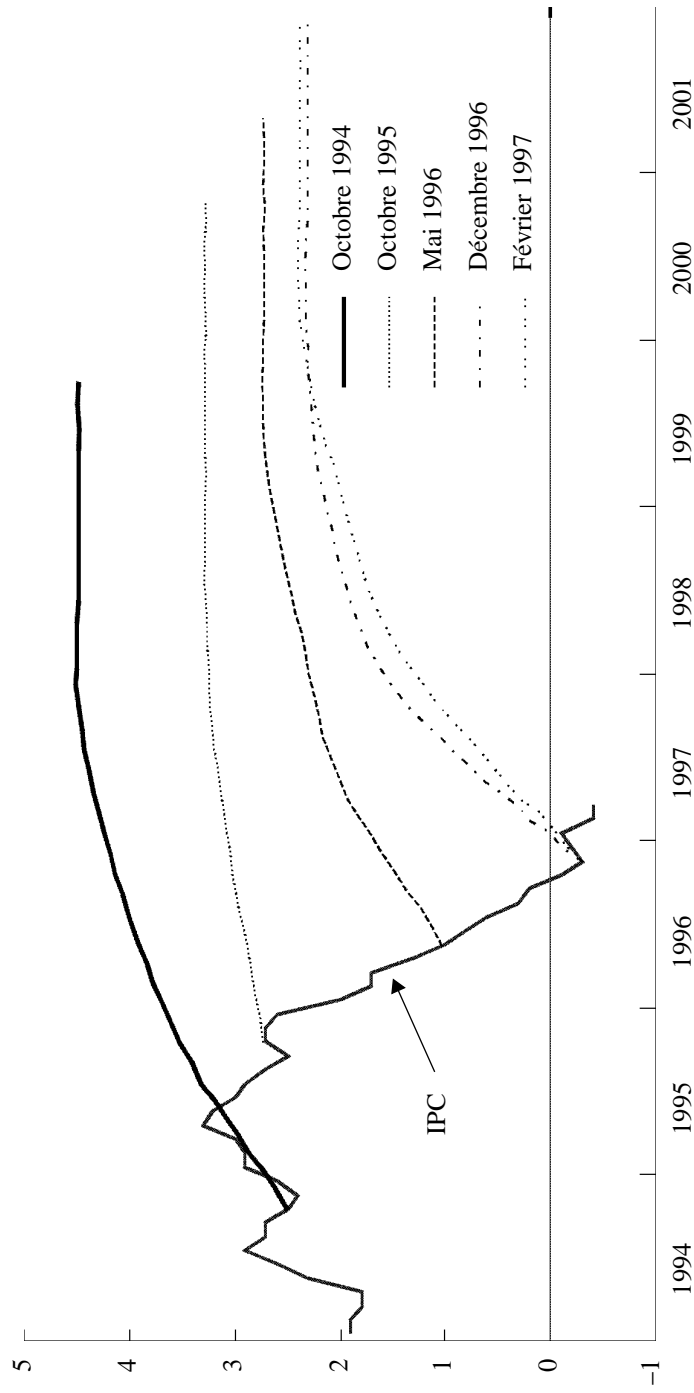
Sources : Bureau de la statistique de la Suède; pour 1997-1998, prévisions de l'Institut national de recherche économique

Figure 3
Taux de variation sur douze mois de l'IPC en Suède, 1985-1997



Source : Bureau de la statistique de la Suède

Figure 4
Taux d'inflation anticipé par les opérateurs du marché monétaire en Suède, 1994-2001



Sources : Bureau de la statistique de la Suède et Prospera Research

La question peut être considérée comme simple tant que la banque centrale ne vise qu'un objectif, la stabilisation des prix. Étant donné les décalages qui caractérisent les effets de la politique monétaire, l'incidence maximale sur l'inflation n'intervient peut-être qu'un ou deux ans après une modification de cette politique. Si les prévisions de l'inflation pour les deux ans à venir indiquent que la cible ne sera pas atteinte, la politique monétaire doit être modifiée de manière à ramener l'inflation prévue à un niveau compatible avec la cible.

Les choses ne sont toutefois pas aussi simples dans la réalité.

Premièrement, aucune banque centrale n'est obnubilée par l'inflation au point de négliger tout le reste. En pratique, la banque centrale se soucie de la *variabilité de la production et de l'emploi*. Autrement dit, elle attribue une pondération positive à la stabilisation de la production. Si l'on reprend l'exemple précédent, au lieu d'essayer de ramener le taux d'inflation prévu dans deux ans au taux visé, la banque centrale pourrait le laisser revenir graduellement au niveau cible de l'inflation à long terme. Plus elle accorde d'importance à la stabilisation de la production, plus l'ajustement de l'inflation prévue vers la cible sera graduel; on dira dans ce cas que la cible en matière d'inflation est flexible.

L'adoption de fourchettes cibles plutôt que de cibles ponctuelles à l'égard de l'inflation peut être considérée comme le reflet implicite de l'importance attachée à la stabilisation de la production.

Deuxièmement, la prise en considération de l'*incertitude*, dans ce cadre, s'est révélée une question très importante dans la pratique. L'incertitude peut être due à bien des causes. Le fait que l'on ignore quel modèle représente de manière exacte l'économie en est une, de toute évidence. Une autre cause d'incertitude tient à la manière d'évaluer les chocs subis par l'économie ou les nouvelles informations, de façon générale. Si, par exemple, la banque centrale surestimait l'écart de l'inflation prévue par rapport à la cible, ou encore sous-estimait l'effet d'une variation de son taux d'intérêt directeur, elle risquerait de relever exagérément ce taux. La politique monétaire finirait par apparaître comme trop restrictive, ce qui obligerait la banque centrale à faire marche arrière. Il en résulterait de l'instabilité et une amplification des fluctuations cycliques. Il y a donc lieu d'agir avec prudence lorsqu'on modifie l'orientation de la politique monétaire. C'est pourquoi les banques centrales ont tendance à modifier le taux d'intérêt directeur à petites touches.

Troisièmement, la banque centrale doit s'intéresser en pratique aux questions de *crédibilité* et de *tactique*. Si elle craint que sa politique ne soit guère crédible, le rythme auquel elle peut diminuer le taux directeur s'en ressentira. Des réductions énergiques pourront entraîner un renforcement

des anticipations en matière d'inflation, et la banque centrale aura moins de latitude pour procéder à de nouvelles réductions du taux. Il se peut, dans ce cas, que la banque centrale soit obligée de maintenir le taux directeur à un niveau supérieur à celui que justifie l'inflation prévue.

L'année 1996 illustre bien les effets de l'incertitude et du manque appréhendé de crédibilité sur la politique monétaire. En début d'année, la Banque de Suède était d'avis que l'activité économique était en train de se ralentir et les tensions inflationnistes de s'atténuer. Les indicateurs de la demande et des attentes relatives à l'inflation allaient tous dans le même sens (Figure 4). Pourtant, le taux d'inflation prévu par le secteur privé n'était pas conforme à la cible, pas plus que le taux attendu, même s'ils diminuaient rapidement. La Banque de Suède a néanmoins commencé à assouplir sa politique monétaire.

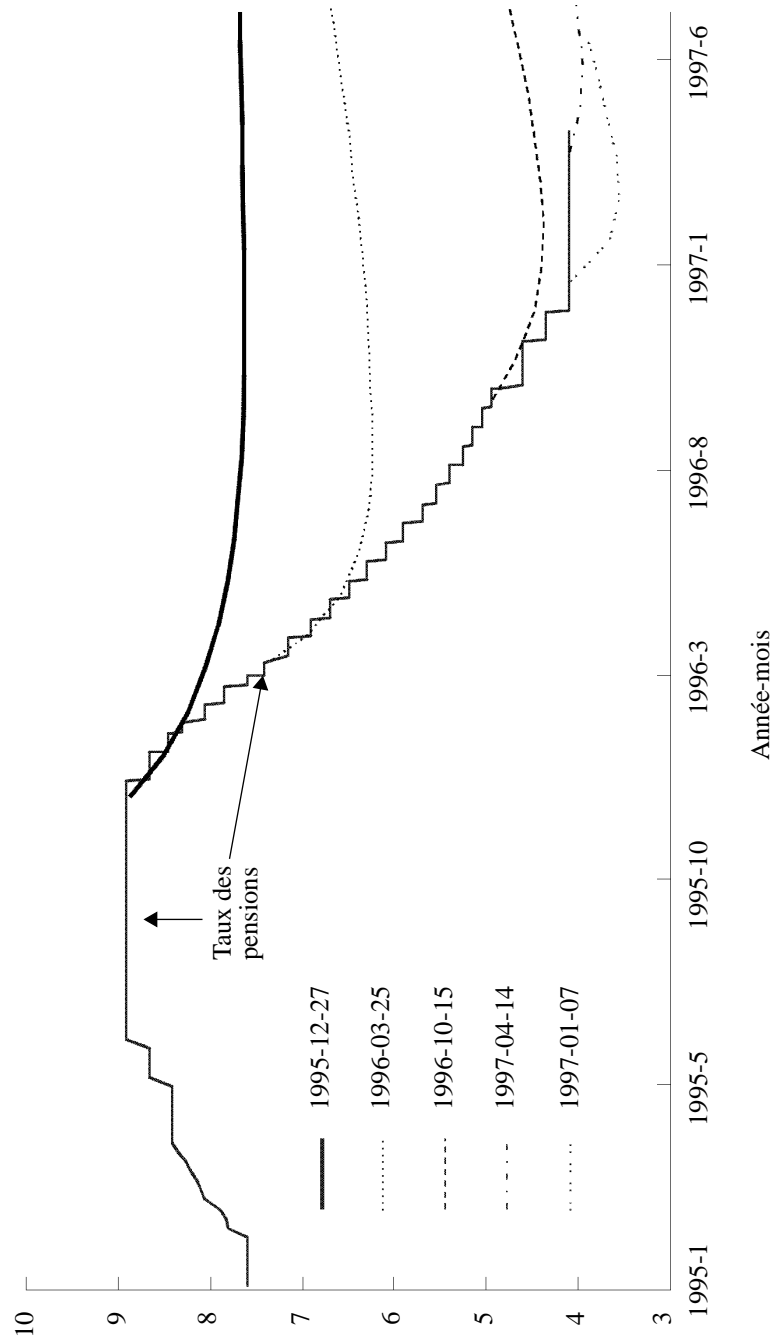
Nous avons choisi, dans un premier temps, d'abaisser le taux des pensions à intervalles relativement réguliers, 25 points de base à la fois (Figure 5). Nous n'étions pas certains de la justesse de nos prévisions. Nous craignons que la réduction du taux soit interprétée par les marchés comme la preuve que la Banque de Suède cédait aux pressions de ceux qui préconisaient un relâchement de la politique monétaire, ce qui risquait d'avoir un effet négatif sur la couronne en particulier. Les diminutions régulières du taux des pensions se sont poursuivies jusqu'à la fin de l'année. Nous avons alors réduit ce taux de 4,8 points de pourcentage au total. Avec le recul, on pourrait avancer que notre crédibilité était meilleure que nous l'avions supposé et que nous aurions pu abaisser davantage le taux au printemps. Cet argument n'est cependant pas sans faille, car notre crédibilité a été renforcée au printemps par de nouveaux renseignements sur le déficit des finances publiques et l'inflation.

3 Le taux de change

Dans une petite économie ouverte, le taux de change est de toute évidence l'un des facteurs liés le plus étroitement à l'inflation. Par ailleurs, ce taux a accusé ces dernières années de fortes variations, pour des raisons qui ne sont pas toujours faciles à cerner. La façon de réagir à l'évolution du taux de change dépend avant toute chose des causes des fluctuations et de l'influence anticipée des variations du taux de change sur l'évolution future du taux d'inflation. On peut distinguer plusieurs causes différentes.

En premier lieu, une dépréciation nominale peut être provoquée par la nécessité d'une *baisse du taux de change réel* en réponse à une perturbation réelle. Cette situation ne soulève aucun problème, puisqu'elle n'exige pas normalement d'intervention de la banque centrale. Dans la pratique, toutefois, l'évolution réelle de l'économie n'a pas joué un grand rôle dans les fluctuations du taux de change ces dernières années.

Figure 5
Taux effectif et anticipé des pensions en Suède, 1995-1997



Source : Banque de Suède

En deuxième lieu, une diminution du taux de change nominal peut être due à un changement de la *crédibilité de la politique de la Banque de Suède en matière d'inflation* aux yeux du marché. La perte de crédibilité peut être d'ordre opérationnel — autrement dit, la manière dont la politique monétaire est menée peut faire planer des doutes sur la capacité de la Banque de Suède d'atteindre son objectif déclaré. Dans ce cas-ci, la solution est aussi relativement simple, du moins en principe. Il faut probablement relever les taux d'intérêt.

En troisième lieu — et cette situation est plus difficile à gérer —, il est possible que le taux de change baisse à cause d'une perte de *crédibilité politique*, au sens général du terme. Il peut arriver que les investisseurs jugent, au moins temporairement, que la probabilité d'un changement de régime, c'est-à-dire celle de l'abandon de la cible de stabilité des prix, a augmenté. Il s'agit probablement de la cause la plus courante des fréquentes périodes de turbulence qu'a traversées la couronne suédoise depuis le début des années 90. L'attention des marchés s'est concentrée sur l'état des finances publiques. Dans ce cas-là, les autorités monétaires ne peuvent tout faire. En fait, une hausse des taux peut même se révéler contre-productive à court terme, en rendant le redressement des finances publiques encore plus difficile. Il reste que la seule solution peut consister, pour la banque centrale, à relever les taux afin de montrer qu'elle agira dans toute la mesure du possible. Parallèlement, il convient de déployer tous les efforts possibles pour infléchir la politique budgétaire dans la bonne direction.

En quatrième lieu, une modification du taux de change nominal peut être due à une raison complémentaire, à savoir une *perturbation financière du marché des changes ou du marché des capitaux*. Si cette perturbation est jugée strictement attribuable aux forces du marché, elle n'influera pas nécessairement sur la crédibilité de la banque centrale. Mais ce n'est habituellement pas le cas. Nous avons en fait observé — par exemple après l'effondrement du marché obligataire en 1994 ou encore pendant la période agitée consécutive à la crise du peso mexicain et à l'affaire Barings en 1995 — une interaction des forces du marché, sur un plan plus limité, et de la mauvaise situation des finances publiques ou d'autres problèmes de crédibilité. La hausse des taux d'intérêt à l'échelle internationale ou la faiblesse de la monnaie a aggravé le problème des finances publiques et fait passer une économie comme celle de la Suède d'un cercle vertueux à un cercle vicieux.

En cinquième et dernier lieu, étant donné que le taux de change est un prix relatif, il est toujours possible que *l'évolution observée dans un autre pays* influe sur le taux de change bilatéral avec la couronne suédoise.

L'expérience que nous avons vécue au cours des six derniers mois illustre bien les difficultés que soulève l'interprétation des variations du taux de change.

L'évolution actuelle de l'économie suédoise porte à croire que la couronne pourrait s'apprécier. Notre balance courante est fortement excédentaire, les prévisions de l'inflation sont favorables et les finances publiques sont en bien meilleur état. Nous sommes en fait l'un des rares pays de l'Union européenne à avoir de bonnes chances de répondre aisément dès cette année aux critères budgétaires de Maastricht. Il reste que, entre octobre 1996 et mai 1997, le taux de change effectif de la couronne a reculé d'environ 6 %.

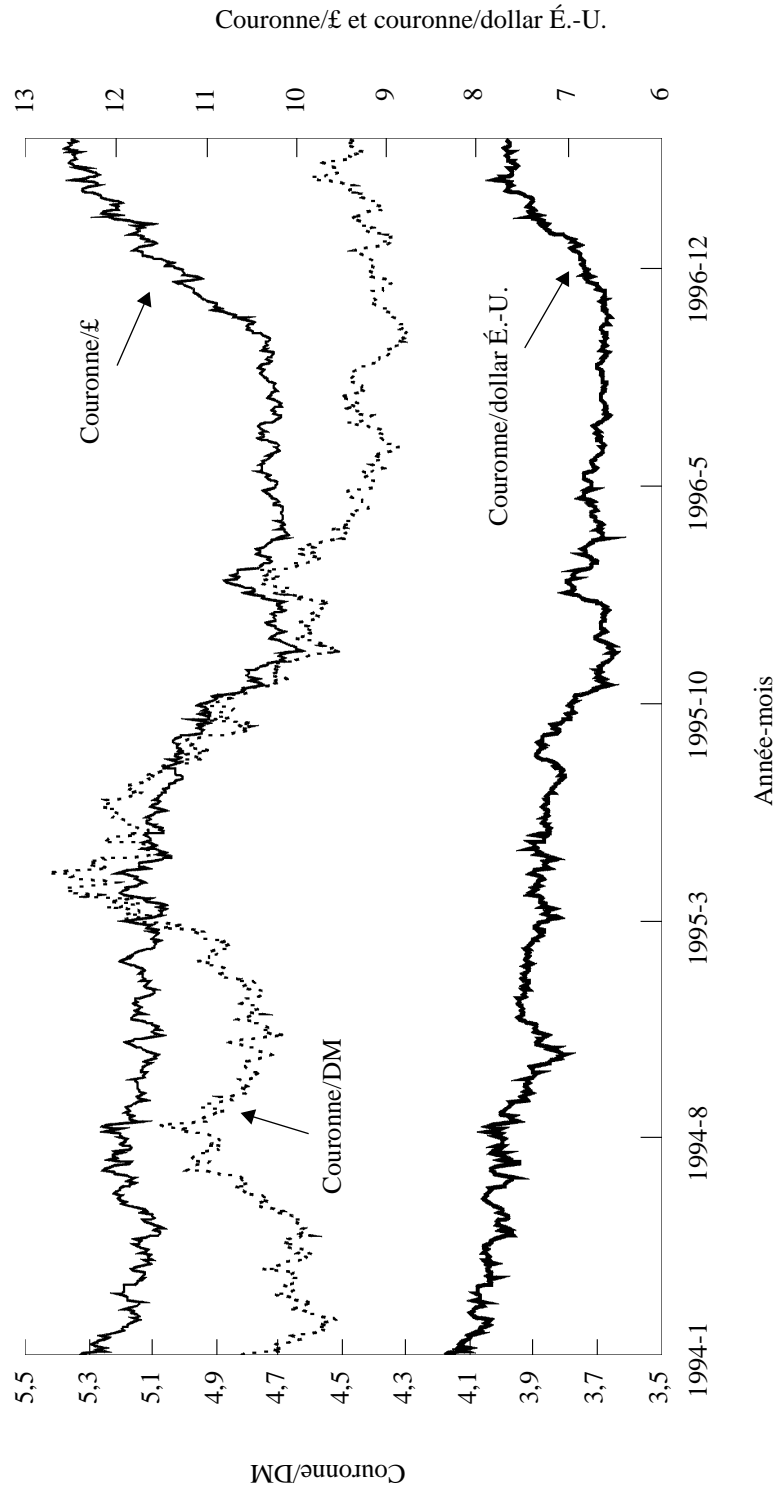
Cette évolution est probablement due en partie au cycle économique et à l'orientation de la politique monétaire. Au cours des derniers mois, le dollar américain et la livre sterling se sont appréciés par rapport aux autres monnaies, y compris la couronne (Figure 6). Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la politique monétaire a été relativement restrictive. Cependant, la couronne a également subi les contrecoups de l'incertitude liée à l'Union économique et monétaire européenne (UEM), la position de la Suède vis-à-vis de l'UEM n'étant pas claire. Parallèlement, l'orientation à long terme de la politique budgétaire a été remise en question, malgré le redressement spectaculaire des deux dernières années.

Comment la banque centrale doit-elle se comporter dans une situation de ce genre? Nous pouvons pratiquer une politique de transparence, fournir une évaluation des événements et essayer de convaincre les marchés de notre volonté de stabiliser les prix. Il reste que, même si la Banque de Suède est crédible aux yeux du marché, la couronne pourrait continuer de s'affaiblir, ce qui pourrait influencer sur les anticipations en matière d'inflation. S'il se révèle impossible d'inverser une tendance à la dépréciation, la Banque de Suède n'aura d'autre choix, en fin de compte, que de resserrer la politique monétaire.

4 Le choix de l'indice

Notre cible à l'égard de l'inflation est exprimée en fonction de la variation de l'indice des prix à la consommation (IPC) officiel. Les avantages de l'IPC sont bien connus : la plupart des gens en ont entendu parler, il est publié rapidement chaque mois et il est rarement révisé. Le choix de l'IPC facilite les communications avec le grand public et favorise la transparence.

Figure 6
Taux de change de la couronne suédoise par rapport au dollar américain, au mark et à la livre sterling, 1994-1996



Source : Banque de Suède

L'utilisation de l'IPC pose un problème parce qu'on y retrouve l'effet des impôts indirects, des subventions et des frais d'intérêt imputés sur les logements occupés par leur propriétaire. Par conséquent, l'inflation pourrait être fortement influencée, dans le mauvais sens, par les mesures prises à court terme par les autorités. De façon plus générale, il se peut que des fluctuations temporaires de certains prix du marché masquent une tendance différente du niveau général des prix.

L'IPC s'est révélé beaucoup plus variable que toutes les mesures de l'inflation fondamentale (Figure 7). Il est remarquable, par exemple, que l'IPC ait augmenté à la fin de 1994 et au début de 1995, alors même que toutes les mesures de l'inflation sous-jacente étaient essentiellement stables ou décroissantes. Cette période a été marquée par un resserrement de la politique monétaire et des taux d'intérêt élevés de façon générale, de sorte que les frais d'intérêt imputés qui sont incorporés à l'IPC ont contribué à la hausse du taux d'inflation mesuré. Un bref instant, le taux d'inflation a dépassé la limite supérieure (3 %) de la marge de tolérance. Il peut alors arriver, au moins à court terme, qu'un durcissement de la politique monétaire renforce les anticipations en matière d'inflation, contrairement au but recherché.

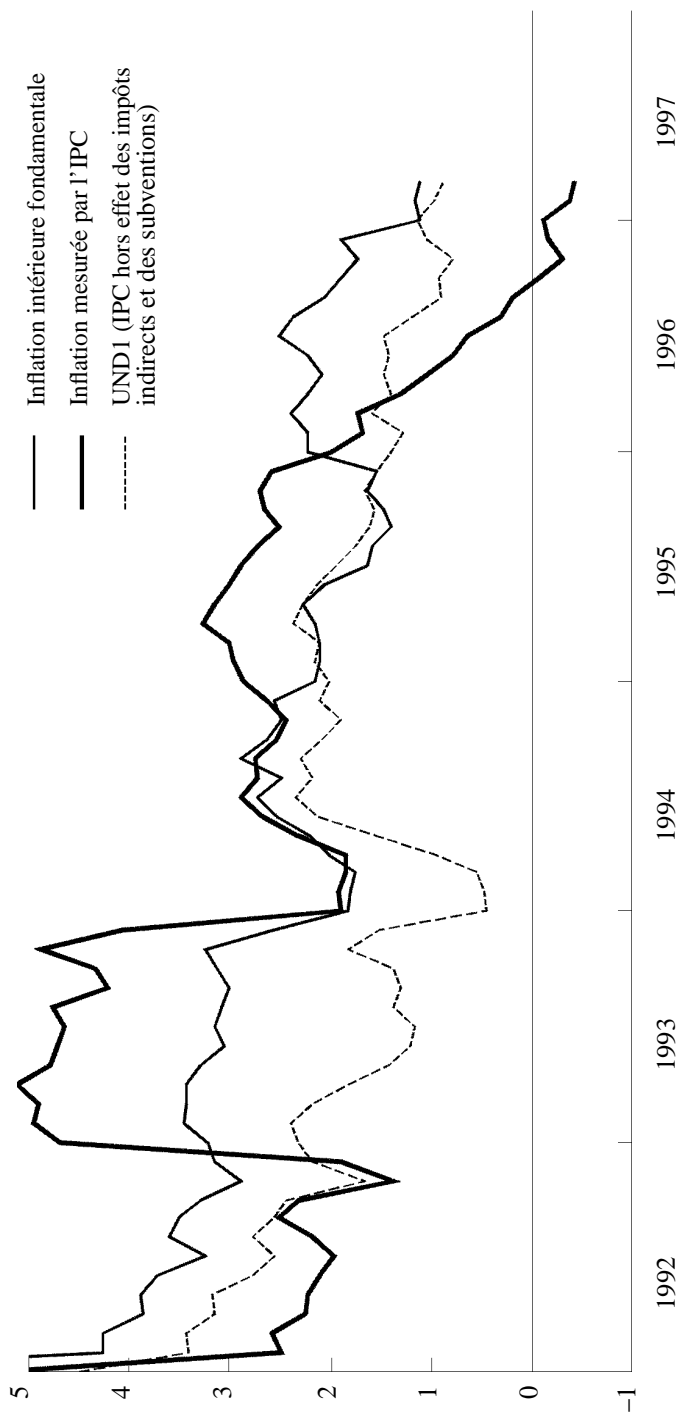
De même, pendant la période d'assouplissement monétaire de 1996, l'inflation mesurée par l'IPC a diminué beaucoup plus que l'inflation fondamentale — là encore en raison, notamment, de l'évolution des frais d'intérêt imputés. Cette fois-ci, le taux annuel d'inflation s'est établi pendant quelques mois sensiblement au-dessous de la limite inférieure de la marge de tolérance. À l'inverse, tous les indicateurs de l'inflation fondamentale semblent s'être stabilisés au voisinage de cette limite inférieure, c'est-à-dire à 1 %. Cela a, bien évidemment, entraîné des problèmes de communication. La Banque de Suède s'est trouvée obligée à maintes reprises d'expliquer pourquoi elle avait manqué, à court terme, sa cible en agissant sur les taux d'intérêt de la manière requise pour atteindre son objectif à long terme.

En pratique, nous avons maintenant le choix, tout comme au moment où une cible en matière d'inflation a été choisie, entre quatre stratégies différentes :

1. *Continuer de formuler la cible en fonction de l'IPC.* Du point de vue de notre crédibilité globale, cette stratégie peut se justifier pour l'instant. La possibilité que l'IPC renferme un biais — question qui est en ce moment à la mode — ne semble pas constituer un problème de taille en Suède. Il n'existe aucune estimation du biais global, mais nous croyons qu'il est moins marqué qu'aux États-Unis, par exemple.

Figure 7

Inflation mesurée par l'IPC et inflation fondamentale en Suède, 1992-1997,
taux de variation sur douze mois



Sources : Bureau de la statistique de la Suède et Banque de Suède

2. *Préciser clairement, à l'avance, les causes d'écart* par rapport à la cible formulée qui sont acceptables. Il pourrait en résulter une plus grande transparence. Cependant, la définition précise de la cible pourrait devenir moins claire. Il serait en outre difficile de prévoir toutes les situations susceptibles de se présenter, ainsi que de chiffrer les effets précis des perturbations sur les prix. Enfin, le fait que la situation soit analysée à la Banque de Suède même pourrait avoir un effet négatif sur la crédibilité.
3. *Choisir comme cible une mesure de l'inflation fondamentale*. D'un côté, cela offrirait l'avantage, par rapport à l'option 2, de fournir une définition claire de la variable cible, mais de l'autre, cela présenterait les mêmes difficultés que l'option 2 en ce qui concerne la définition et le chiffrage des effets des perturbations.
4. *Combiner l'IPC à une ou plusieurs mesures de l'inflation fondamentale*. La cible pourrait continuer d'être fondée sur l'IPC, mais il serait établi clairement que les autorités monétaires essaient plutôt d'agir sur l'inflation fondamentale, qui donne une meilleure idée du processus d'inflation. À long terme, l'obtention du taux d'inflation fondamental visé nous permettrait d'atteindre la cible formulée en fonction de l'IPC.

En fait, nous nous orientons progressivement vers la dernière option. La Banque de Suède a remarqué que certains facteurs amènent les prix à sortir de la fourchette visée et qu'elle ne peut entièrement les contrôler par des mesures de politique monétaire. Elle risquerait par de telles actions d'exercer une influence déstabilisatrice sur l'économie. Par conséquent, en cas de fortes perturbations imprévues ou d'une modification apportée aux impôts indirects et aux subventions à l'occasion d'une réforme majeure des impôts et des paiements de transfert, nous devons admettre une certaine fluctuation des prix. Il se peut donc que l'inflation s'écarte temporairement du taux pris pour cible, d'autant plus que la stabilité des prix ne peut se définir par des statistiques mensuelles, considérées isolément. Il reste que les effets secondaires devraient être maîtrisés de manière à ce que l'inflation puisse être ramenée rapidement à un taux compatible avec son niveau cible.

En pratique, la Banque de Suède a fait face au problème des chocs de prix en les considérant comme le résultat de circonstances exceptionnelles. Les circonstances susceptibles de justifier des écarts par rapport à la cible visée ne sont toutefois pas décrites au préalable de façon systématique. Par conséquent, les chocs de prix et la variabilité qui en résulte au chapitre de l'inflation mesurée par l'IPC continuent de nous poser un problème de communication.

5 Résumé

Au cours des quatre à cinq dernières années, les marchés financiers ont été très agités; le taux de change comme les taux d'intérêt ont affiché une grande volatilité, imputable en grande partie aux problèmes budgétaires. Le principal défi des autorités monétaires sur le plan pratique a été d'établir comment faire face à l'incertitude de façon générale et aux variations du taux de change en particulier. Notre tâche a été compliquée par un changement du cadre de conduite de la politique monétaire ainsi que par le manque de crédibilité de cette dernière — et, en fait, le peu de confiance accordée à la Banque de Suède après la crise monétaire de 1992.

La croissance économique a toutefois été relativement élevée ces dernières années, se situant entre 2,5 et 3 %, tandis que l'inflation restait faible. Il s'agit là de chiffres satisfaisants selon les normes suédoises.

La politique de stabilité des prix est de mieux en mieux acceptée. En mai 1997, un accord a été conclu entre cinq partis représentés au Parlement au sujet d'une loi visant à réglementer le rôle et les activités de la Banque de Suède. Aux termes de cet accord, la Banque de Suède sera l'une des banques centrales les plus indépendantes d'Europe. Les opérateurs du marché et le grand public comprennent mieux aussi ce que la Banque de Suède essaie de faire. La transparence du cadre de conduite de la politique monétaire a joué un rôle utile à cet égard.