

## *Inflation targeting* : un état des lieux



### Résumé :

- L'*inflation targeting* (IT) ou ciblage d'inflation est un cadre suivi par de plus en plus de banques centrales aujourd'hui : nous en clarifions les contours ;
- De nombreux pays émergents ou en voie de développement ont récemment adopté (Inde, Argentine) ou se posent la question de l'adoption de l'IT (Maroc). Nous rappelons les raisons qui ont poussé les pays développés à adopter un tel cadre dans les années 1990 : consensus académique sur les questions monétaires, instabilité de la demande de monnaie, échec des régimes alternatifs ;
- L'IT peut en théorie apporter de nombreux avantages à un pays (comme la baisse de l'inflation sur le long terme et de sa volatilité), s'il possède les pré-requis nécessaires (que nous discutons).
- Les recherches empiriques sur la question peinent néanmoins à confirmer ces effets, ce que nous attribuons à des difficultés d'ordre économétrique.
- Pour les pays émergents, si l'IT ne peut être vue comme une panacée, il semble clair qu'il peut néanmoins apporter des effets positifs sur le long terme pour un pays qui disposerait du socle nécessaire à son implémentation.

Utilité : le sujet est un des enjeux actuels de politique monétaire dans de nombreux pays émergents (Maroc, Inde...). Comprendre ce qu'est le ciblage d'inflation permet de comprendre les débats actuels, réformes récentes ou futures dans de tels pays.

*L'auteur remercie Peter S., Victor Lequillier et Marc Pourroy pour leurs commentaires ou discussions utiles à la rédaction de cet article*

L'*inflation targeting*, entendu ici comme un cadre de politique monétaire fixant explicitement une cible d'inflation que la banque centrale se donne les moyens d'atteindre, fait quasiment office d'acquis dans les pays économiquement avancés. Beaucoup de pays émergents ou en voie de développement se posent néanmoins depuis quelques années la question de l'adoption d'un tel cadre pour leur politique monétaire.

Récemment l'Inde a franchi le pas, en 2016 (IMF, 2017), tout comme l'Argentine la même année (The Economist, 2016), dans un cadre différent de celui que le pays expérimente aujourd'hui. Cet article se donne pour objectif de dresser un état des lieux de l'*inflation targeting*, de ses avantages et inconvénients théoriques, de ceux observés et prouvés empiriquement, afin de partager des éléments permettant de juger de son éventuelle étendue future.

## IT : de quoi parle-t-on ?

L'*inflation targeting*, dans la forme où on l'entend généralement, est caractérisé par l'annonce d'une cible officielle de taux d'inflation (sur un ou plusieurs horizons), et par la reconnaissance explicite que l'inflation faible et stable est le but principal de la politique monétaire (Bernanke et Mishkin, 1997)<sup>1</sup>. Avec cette définition large, d'autres objectifs peuvent être reconnus sur le court terme, comme la stabilisation du PIB, la limitation de la volatilité du taux de change ou le maintien de la stabilité financière.

Une définition plus stricte de ce cadre, souvent employée dans des articles académiques par simplification ou dans d'autres contextes, est que l'objectif d'inflation chiffré de la banque centrale est son unique préoccupation. En réalité, une telle politique où aucun autre objectif n'est reconnu que cela soit implicitement ou explicitement ne correspond à aucune réalité observée<sup>2</sup>.

D'autres définitions intermédiaires sont parfois considérées<sup>3</sup>, permettant à certaines banques centrales comme la BCE par exemple de ne pas se considérer officiellement comme Inflation Targeters (Issing, 2003 ; Paulin, 2006 ; FMI, 2017)<sup>4</sup>.

En général, on retrouve des caractéristiques communes chez les banques centrales ayant adopté le

---

<sup>1</sup> Il y a tout un débat sur ce qui définit exactement l'*inflation targeting* et s'il représente un régime de politique monétaire à part entière. Nous ne rentrons pas en profondeur dans ce débat dans cet article, le lecteur intéressé pourra néanmoins consulter la fin de la section 2 de l'article du FMI (1997).

<sup>2</sup> Certains comme Svensson réfèrent à cette définition comme de l'*inflation targeting* « strict », par opposition au régime « flexible » d'*inflation targeting* correspondant à la première définition.

<sup>33</sup> Certains considèrent une définition intermédiaire de l'*inflation targeting*, où, en plus de mettre l'objectif de stabilité des prix au centre de la stratégie monétaire, les prévisions sur l'inflation future doivent jouer un rôle central dans la politique monétaire de l'*Inflation Targeter* : la banque centrale base ses décisions principalement sur ses prévisions d'inflation (Issing, 2003 ; IMF, 1997)

<sup>4</sup> Le fait que la BCE communique sur le fait qu'elle considère un « ensemble de facteurs » dans son évaluation sur l'évolution des prix et donne une place à l'analyse des agrégats monétaires dans sa stratégie « à 2 piliers » lui donne un élément lui permettant de ne pas se rattacher à la définition intermédiaire d'un *inflation targeter* donnée ici. En réalité, il est vraiment difficile de comprendre pourquoi une banque centrale comme la BCE ne serait pas « Inflation Targeter » quand des banques comme la BoE et la Banque du Canada se considèrent comme telles. Un ancien haut responsable international en économie monétaire interrogé sur ce point dans le cadre de cet article n'avait par exemple pas la réponse. Cela semble davantage une question de forme et de communication qu'une question de fond. D'une manière générale, dès lors que les banques centrales comptent parmi leurs objectifs principaux une cible d'inflation, l'*inflation targeting* semble davantage être une marque que les banques centrales s'attribuent pour des raisons de communication plutôt qu'une dénomination dans laquelle elles tombent automatiquement. [Ce papier](#) de la Banque du Canada considère par exemple que la Fed rentrerait depuis 2012 dans la même catégorie d'« inflation targeter » que la banque centrale du Canada, qui se déclare elle comme telle.

cadre d'inflation targeting :

- D'abord, la banque centrale communique beaucoup à propos de l'évolution de l'inflation. Par exemple, la Banque Centrale d'Argentine, en adoptant l'inflation targeting en 2016, s'est engagée à communiquer publiquement son « Monetary Policy Report », où elle divulgue son analyse sur les développements récents et à venir sur l'inflation ;
- Ensuite, les IT rendent généralement des comptes publiquement de manière transparente sur leur activité (conférences de presse, rapports ou auditions sur leur politique...);
- Enfin, les IT ont en théorie les moyens techniques et physiques (instituts statistiques, modèles de prévision développés) d'assurer des prévisions d'inflation sérieuses et à minimum fiables.

Le précurseur dans le domaine a été la Banque centrale de Nouvelle-Zélande, qui a été en 1989 la première banque centrale à tourner sa politique monétaire vers la réalisation d'un objectif chiffré d'inflation (alors entre 0 et 2 %). Beaucoup l'ont suivi ensuite : le Canada en 1991, le Royaume-Uni en 1992, suivis de la Suède la Finlande et l'Australie en 1993. Aujourd'hui, le club des « inflation targeters » tels que reconnu par le FMI compte près de 40 pays. La figure 1 montre les pays se déclarant comme « inflation targeters » auprès du FMI.

Figure 1 : Pays se déclarant comme « inflation targeters » auprès du FMI



Source : FMI (2017), BSi Economics

Tous ces pays appliquent l'IT avec une certaine flexibilité qui diffère d'un pays à l'autre<sup>5</sup> : les Inflation Targeters constituent un ensemble hétérogène.

---

<sup>5</sup> D'une manière générale, la crédibilité de la banque centrale avant l'IT lui permet d'avoir une flexibilité plus importante sans trop gêner l'efficacité de sa politique (IMF, 1997).

## Pourquoi en est-on venu à l'Inflation targeting dans les années 1990 ?

Au cœur de la décision de nombreux pays de se tourner vers ce cadre d'inflation targeting dans les 1990, il y a plusieurs éléments :

- Le consensus académique à la fois sur 2 questions. D'abord sur le fait que la politique monétaire ne peut impacter les quantités réelles (et donc la croissance économique) que sur le court terme, et non de manière permanente comme cela est le cas pour les prix. Ensuite sur la reconnaissance des conséquences néfastes de l'« incohérence temporelle » en politique monétaire (Kydland et Prescott, 1977), auquel un engagement crédible à cibler un niveau d'inflation apportait une solution<sup>6</sup>. Ce consensus a joué un rôle en faisant apparaître l'IT comme un cadre pertinent et l'amenant au centre des débats publics comme une solution à consensus ;
- L'instabilité de la demande de monnaie : beaucoup de pays, avant l'IT, ciblaient la masse monétaire avec implicitement l'idée que celle-ci impactait de manière stable les variables économiques comme le niveau des prix. Autrement dit, cibler la masse monétaire suffisait à contrôler l'inflation, les évolutions monétaires incorporaient toute l'information utile pour anticiper l'inflation. Cette relation entre monnaie et inflation s'est révélée instable à la fin des années 70, avec l'apparition d'innovations technologiques importantes notamment (créant des substituts proches à la monnaie), ce qui donnait moins de sens à un ciblage monétaire et plus de sens à un ciblage des éléments sur lesquels la monnaie avait un impact significatif, à savoir l'inflation. C'est un élément qui aurait essentiellement joué pour des pays comme le Canada par exemple (Bernanke et Mishkin, 1997) ;
- Les difficultés rencontrées par les pays souhaitant ancrer leur taux de change à une valeur nominale, le cas du Royaume-Uni au début des années 1990 faisant figure de parfait exemple. Il a fallu trouver des alternatives capables de convaincre des acteurs habitués à une cible nominale sur le fait que la politique monétaire allait rester « disciplinée ». C'est une raison invoquée par Bernanke et Mishkin (1997) concernant la Suède et le Royaume-Uni notamment, ou encore par Walsh (2007).

## Quels avantages ?

De nombreux avantages sont attribués à un système d'IT :

- L'IT, s'il est crédible, permet d'apporter de la stabilité dans les anticipations futures de prix. Dans des pays qui ont connu des taux d'inflation élevés, cet avantage est non-négligeable : cela donne naturellement plus de confiance pour épargner ou investir dans des projets. Le business planning devient plus facile, ce qui supporte à la fois le développement des marchés financiers, l'investissement (et donc la productivité) et la croissance économique. Cela permet également à l'inflation effective, reflétant partiellement l'inflation anticipée (via l'impact que la dernière variable a sur les salaires par exemple), de se trouver diminuée. Et enfin, en engendrant une moindre réponse de la banque centrale pour un même choc

---

<sup>6</sup> Il serait plus exact ici de parler de quasi-consensus si l'on reconnaît que quelques rares économistes apportaient des contre-arguments sur certains points liés à ces débats. Voir IMF (1997) pour une discussion.

d'inflation positif (puisque les anticipations sont censées moins répondre à ce choc), cela permet de diminuer la volatilité de l'output en second effet<sup>7</sup>;

- L'IT, s'il est crédible, permet également de diminuer la volatilité financière. Sans cible nominale d'inflation, les marchés et le public dans une moindre mesure restent à l'affût de ce qui pourrait être l'intention de la banque centrale. Pour certains, l'absence d'une cible claire d'inflation peut créer par exemple des « inflation scare », c'est-à-dire des épisodes où les marchés, suite à un choc touchant l'économie, anticipent que la banque centrale ne va pas réagir de « manière agressive » à l'inflation, et anticipent donc une inflation plus élevée. C'était une des explications apportées par Mishkin (2004) pour justifier de la pertinence d'une cible d'inflation pour la Fed (qu'elle mettra en place en 2012) ;
- L'IT permet de focaliser l'attention sur le niveau des prix. En cela, il permet à la banque centrale :
  - 1) De communiquer clairement sur une cible simple ;
  - (2) De se servir de l'IT comme « outil pédagogique » pour expliquer au public les coûts d'une politique monétaire expansionniste (FMI, 1997) ;
  - (3) De rendre des comptes plus facilement, notamment au gouvernement ;
  - (4) De diminuer les risques de « fiscal dominance » (dominance budgétaire<sup>8</sup>).

Qu'on demande par exemple à la banque centrale de baisser les taux à l'approche d'élections ou de financer l'Etat, la banque centrale devra expliquer clairement les enjeux en termes d'inflation, puisqu'il s'agit de son mandat. A la fin, elle devra expliquer pourquoi elle n'a pas tenu sa cible de manière transparente. Cela permet de focaliser les débats sur le niveau des prix, seule variable que la politique monétaire influence à long terme. Eliminer l'ambiguïté des objectifs rend plus difficile l'influence politique sur la banque centrale. Et d'après certaines études, en rendant clairement le financement monétaire très limité, cela pousse même l'état à améliorer son système de collecte des revenus (Lucotte, 2010) ;

- Avec tous ces avantages combinés, l'IT pourrait en théorie permettre à une banque centrale de diminuer l'inflation et sa volatilité.

## Quels inconvénients ?

Il n'y a que très peu d'analyses économiques sur les effets négatifs de l'IT pour un pays qui aurait les pré-requis nécessaires pour l'adopter. Bien souvent, les inconvénients imputés à l'inflation targeting viennent des confusions relatives à sa définition, et réfèrent à un inflation targeting dans sa forme stricte (voir plus haut). En général, néanmoins:

- On lui reproche souvent d'induire une flexibilité moindre (Bernanke et Mishkin, 1997), obligeant la banque centrale à suivre une règle trop rigide. Cela pourrait être un problème notamment en cas de choc pétrolier où les prix augmentent fortement : la banque centrale se trouverait obligée de sacrifier clairement la croissance économique au prix de l'inflation,

---

<sup>7</sup> Pour un débat très intéressant sur la taille des chocs dans et hors régime d'inflation targeting, voir Bernanke (2004) (partie "changes in monetary policy could conceivably affect the size and frequency of shocks hitting the economy"). Sur l'impact des mouvements de change sur l'inflation dans et hors régime d'inflation targeting voir Lopez-Villavicencio et Pourroy (2017).

<sup>8</sup> Voir l'article BSi à ce sujet : <http://www.bsi-economics.org/125-??-fiscal-dominance-vs-monetary-dominance-de-quoi-parle-t-on>

sans pouvoir arbitrer à minimum. Bernanke et Mishkin (1997) parlent plutôt de « discrétion contrainte ». Comme les auteurs l'expliquent, la plupart des banques centrales ont une flexibilité dans l'*inflation targeting*. Certaines peuvent par exemple revoir la cible d'inflation, d'autres, en ciblant l'inflation sous-jacente, se protègent en partie du cas de figure précédemment cité. Certaines peuvent encore jouer sur l'horizon sur lequel la cible d'inflation doit être atteinte, ou du moins sur les mots, le plus important restant le contrôle des anticipations d'inflation ;

- Certains lui reprochent d'inciter à la non-transparence (Benjamin Friedman, 2004) en focalisant l'attention sur le niveau des prix. Friedman considère par exemple que les banquiers centraux pourront utiliser la politique monétaire en partie pour d'autres objectifs sans en rendre compte explicitement, en camouflant leurs réelles préoccupations. Pour lui, reconnaître clairement les préoccupations de court ou moyen terme relatives au PIB permet à la banque centrale de les admettre explicitement lorsqu'elles sont pertinentes dans les décisions de la banque centrale ;
- On lui reproche parfois sa mise en œuvre sous la forme d'un ciblage de l'inflation plutôt qu'un ciblage sur le niveau des prix (*price level targeting*). Avec le second système, une augmentation trop rapide des prix une année est compensée par une augmentation moindre des prix l'année suivante. Avec le second système, l'augmentation trop rapide n'est pas compensée. Cela implique une volatilité plus importante, pour les prévisions de prix futurs des entreprises notamment. Un système de *price level targeting* aurait aussi potentiellement certains avantages en cas de choc déflationniste (voir Hatcher et Minford, 2014) ;
- On lui reproche de donner trop d'incitation aux gouverneurs de la banque centrale à se concentrer uniquement sur le chiffre d'inflation voulu, et d'oublier à certains moments les autres objectifs alors qu'ils devraient être importants (Walsh, 2009). Jézabel Couppey-Soubeyran note souvent par exemple que les banquiers centraux se seraient sentis avant la crise moins investis sur les questions de stabilité financière, pourtant souvent partie de leur mandat (par exemple Couppey-Soubeyran (2012)).

## Preuves empiriques

Côté empirique, les résultats restent mitigés. Certaines études montrent que l'*inflation targeting* a permis de diminuer l'inflation dans les pays qui l'ont adopté. D'autres, employant différentes méthodes ou différents échantillons, argumentent que l'effet n'est pas dû à l'*inflation targeting per se* mais aux autres facteurs (politiques et sociétaux) qui ont entouré sa mise en place au même moment, ou bien ne trouvent pas d'effet. Les preuves ne permettent également pas de statuer clairement sur l'impact de l'*inflation targeting* sur la volatilité de l'inflation<sup>9</sup>. D'une manière générale, l'analyse économétrique permettant d'arriver à des conclusions solides sur ce point est très difficile à mener pour de multiples raisons<sup>10</sup>, peut-être ce qui explique cette diversité des résultats.

<sup>9</sup> Pour une revue de littérature sur ces recherches empiriques, voir par exemple Alpanda et Honig (2014).

<sup>10</sup> L'*inflation targeting* étant en général accompagné d'autres réformes, il est difficile d'isoler son impact *per se*. Une autre difficulté tient au fait que la structure économique, et donc le lien entre les variables économiques, se trouve en théorie changée avec un changement de régime tel que l'adoption de l'*inflation targeting* (application simple de la fameuse critique de Lucas), ce qui complique l'analyse économétrique. Ce dernier point est par exemple laissé de côté dans la dernière étude importante de Brito et Bystedt (2010). Le fait que des chocs différents ont touché les économies avant et après l'adoption de l'IT peut compliquer la mise en œuvre de certaines méthodes économétriques également. Également, l'effet de l'adoption de l'IT sur la performance économique peut être non-linéaire et prendre du temps (IMF, 1997) : cet élément est



Au final, la seule preuve empirique du succès de l'inflation targeting dans sa forme large reste peut-être le constat qu'aucun pays qui ait adapté ce cadre ne l'ait délaissé jusqu'à maintenant.

## Pourquoi un pays émergent ou en développement adopterait l'IT aujourd'hui ?

D'abord, un pays a un intérêt à adopter *l'inflation targeting* que si un tel cadre lui apporte effectivement un avantage par rapport à son cadre actuel. La plupart des pays émergents ou en voie de développement suivent souvent soit un régime de ciblage monétaire (où la croissance des agrégats monétaires est ciblée), soit une sorte de régime intermédiaire ne répondant pas à la définition générale de l'IT donnée dans cet article mais se préoccupant de l'inflation et de la croissance, soit un régime où le taux de change est relativement fixe par rapport à une ou plusieurs monnaies. Les pays à taux de change fixe sont souvent contraints à adopter un tel régime. Les monnaies comme le dollar ou l'euro sont très présentes dans leur économie et leur système bancaire, et les mouvements de change peuvent donc causer d'importants dégâts. De tels pays ne semblent donc pas avoir d'intérêt direct à adopter un régime d'inflation targeting. Pour les pays répondant aux deux autres régimes décrits ci-dessus, l'adoption de l'IT peut en général se discuter. Seule la question des pré-requis semble alors se poser.

Différents économistes apporteront différentes réponses sur les pré-requis nécessaires pour adopter l'IT (voir sur ce point l'article de Amato et Gerlach (2002)). Un minimum semble être néanmoins que la banque centrale ait les moyens de respecter la cible qu'elle se voit fixée. Cela veut dire d'abord qu'elle a les moyens d'identifier les facteurs et les canaux derrière les mouvements de prix. Cela veut dire ensuite qu'elle est capable avec ses instruments d'impacter les variables clés derrière l'inflation. Le premier élément implique l'existence à la fois d'infrastructures statistiques et de modèles de prévisions élaborés. C'est sur ce 2<sup>ème</sup> point que travaille notamment en ce moment la banque centrale du Maroc pour aller vers un tel système (IMF, 2018). Le deuxième élément implique l'existence d'un système bancaire et financier à minima développé. Il implique aussi que la banque centrale ait une certaine indépendance dans le choix de ses instruments, et que l'état fasse preuve d'un minimum de discipline budgétaire (afin d'empêcher des épisodes de monétisation de la dette) et ne compte pas sur la banque centrale comme une source de revenus. Un consensus sur le fait que l'inflation faible doit être le but principal de la politique monétaire est une pré-condition primordiale pour qu'un pays puisse adopter l'IT et mener à bien sa mission.

## Conclusion

L'inflation targeting semble avoir convaincu de nombreux pays développés de son adoption, et semble convaincre un nombre croissant de pays émergents. Les avantages d'un tel cadre sont en théorie très nombreux, même si les chercheurs peinent à les démontrer empiriquement, ce que nous avons attribué dans cet article à des difficultés d'ordre principalement économétriques.

Pour les pays émergents ou en voie de développement, l'IT est souvent perçu comme un cadre à de nombreux atouts. Il permettrait, en instaurant officiellement l'inflation comme objectif premier de la politique monétaire, de lancer une dynamique fructueuse. Il permettrait en plus à la banque centrale de se construire une crédibilité, et de permettre en théorie, en focalisant le débat sur l'inflation et en

---

laissé de côté dans la plupart des études. Un autre enjeu a trait à la définition même de l'inflation targeting et du non-inflation targeting : les études comparatives mélangent souvent les torchons et les serviettes. Et il y a bien entendu les problèmes récurrents relatifs aux biais de sélection et à l'analyse potentiel d'un contrefactuel.

communiquant de manière transparente, de diminuer la probabilité d'abus budgétaires de la part de l'état.

Si la décision d'adopter un régime d'IT doit se faire au cas par cas, il semble néanmoins que les pays émergents (comme le cas du Maroc abordé ici) qui cherchent à tendre vers un tel système en s'assurant les pré-requis nécessaires s'exposent davantage à des bénéfices importants qu'à des coûts sérieux.

## Julien PINTER

### Références:

- Amato et Gerlach (2002) "Inflation targeting in emerging market and transition economies: Lessons after a decade". *European Economic Review*
- Alpanda et Honig (2014) "The impact of central bank independence on the performance of inflation targeting regimes". *Journal of International Money and Finance*,
- Bernanke (2004) "Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC. The great moderation." February 20, 2004
- Bernanke et Mishkin (1997) "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?". *Journal of Economic Perspectives*
- Brito and Bystedt (2010) "Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence". *Journal of Development Economics*.
- Coupey-Soubeyran (2012) « Les banques centrales au défi de l'après-crise ». CEPIL.
- IMF (1997) "The scope for inflation targeting in developing countries". IMF Working Paper WP/130
- IMF (2017) "Inflation-Forecast Targeting for India: An Outline of the Analytical Framework". IMF Working Paper WP/17
- IMF (2017) "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions".
- IMF (2018) "Morocco: A Practical Approach to Monetary Policy Analysis in a Country with Capital Controls". WP/27
- Issing (2003) "Inflation targeting: a view from the ECB", discours au Symposium St. Louis du 16/17 Octobre.
- Kydland and Prescott (1977) "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy*.
- Hatcher et Minford (2014) "Inflation targeting vs price-level targeting: A new survey of theory and empirics" *Vox column*.
- Lopez-Villavicencio et Pourroy (2017) "IT countries: a breed apart? The case of exchange rate pass-through". HAL Working Paper.
- Lucotte Yannick (2012) "Adoption of inflation targeting and tax revenue performance in emerging market economies: an empirical investigation" *Economic System*.
- Mishkin (2004) "Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting". *International Finance*.
- Svensson (1997) "Inflation targeting in an open economy: Strict or flexible inflation targeting?"
- The Economist (2016) « Argentine central bank adopts inflation targeting regime »
- Walsh (2007) "Inflation Targeting: What Have We Learned?". *International Finance*
- Autres références pour aller plus loin:**
- L'histoire de l'inflation targeting en Nouvelle-Zélande (la pionnière en la matière): <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2018/speech2018-04-12>
- Freedman et Laxton (2009). "Why Inflation Targeting" IMF Working Paper
- Knight (2007) Inflation targeting in emerging market economies

Mishkin (1999). "International Experiences with different monetary policy regimes" NBER Working Paper