



Université d'Oran 2  
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de  
Gestion

**THESE**

Pour l'obtention du diplôme de Doctorat « L.M.D »  
En Sciences Economiques

**Stratégie du ciblage d'inflation et performances des banques centrales**

Présentée et soutenue publiquement par :

M<sup>elle</sup> MEBARKI Imene Nour EL Houda

Devant le jury composé de :

|                            |                          |                          |            |
|----------------------------|--------------------------|--------------------------|------------|
| Mr. BOULENOUAR Bachir      | Professeur               | Université d'Oran 2      | Président  |
| Mr. FEKIR Hamza            | Maitre de conférences(A) | Université d'Oran 2      | Rapporteur |
| Mr. FEKIH Abdelhamid       | Maitre de conférences(A) | Université d'Oran 2      | Examineur  |
| Mr. SENOUCI Benabou        | Professeur               | ESE Oran                 | Examineur  |
| Mme BOUZADI Soltana        | Professeur               | Université USTO          | Examineur  |
| Mr. CHERIF-TOUIL Nouredine | Professeur               | Université de Mostaganem | Examineur  |

Année 2019/2020

## «Stratégie du ciblage d'inflation et performances des banques centrales»

### Résumé :

Cette thèse s'intéresse à étudier l'efficacité de la stratégie du ciblage d'inflation, en termes de performance des banques centrales, en s'appuyant sur une analyse exhaustive et comparative de l'inflation et de la croissance économique et une analyse empirique utilisant l'approche des modèles des doubles différences. L'approche théorique de cette thèse montre que cette stratégie est le cadre le plus efficace et le plus attrayant pour expliquer une inflation faible et stable et ancrer les anticipations d'inflation dans les pays cibles d'inflation. D'autre part, il est à noter que le ciblage d'inflation s'est traduit généralement par une amélioration des dimensions de la politique monétaire, de son efficacité et de sa crédibilité. En tant que contribution à la littérature empirique sur le débat de l'existence d'une relation entre l'adoption de cette stratégie et la performance des banques centrales qui l'ont adoptée, notre travail pourrait être considéré comme un argument supplémentaire en faveur de l'existence d'une telle relation. A cet effet, il confirme l'existence d'un impact positif et parfois significatif de l'adoption du ciblage d'inflation sur les performances macroéconomiques des économies développées, émergentes et en développement. Ainsi, on peut confirmer que le ciblage d'inflation contribue, dans une large mesure, au maintien de la stabilité des prix sans se traduire par des conséquences négatives graves pour l'activité économique.

**Mots clés** Banque centrale, politique monétaire, ciblage d'inflation, performance économique, crédibilité, efficacité, les modèles des doubles différences

### « Inflation targeting Strategy and Central Bank performance »

#### Abstract:

This thesis examines the effectiveness of the inflation targeting strategy, in terms of central banking performance, based on an exhaustive and comparative analysis of inflation and economic growth and an empirical analysis using the difference in difference model. The theoretical approach of this thesis shows that this strategy is the most efficient and attractive framework for explaining low and stable inflation and anchoring inflation expectations in inflation targeting countries. Furthermore, it has been noted that inflation targeting has generally resulted in an improvement in the dimensions of monetary policy, its effectiveness and its credibility. As a contribution to the empirical literature on the debate on the existence of a relationship between the adoption of this strategy and the performance of the central banks that adopted it, our work could be seen as an additional argument in favor of the existence of such a relationship. This purpose, confirms the existence of a positive and sometimes significant impact of the inflation targeting on the macroeconomic performance of developed, emerging and developing economies. Thus, it can be confirmed that inflation targeting contributes, to a large extent, to the maintenance of price stability without serious negative consequences for economic activity.

**Keywords:** Central bank, monetary policy, inflation targeting, economic performance, credibility, efficiency, difference in difference model.

### « إستراتيجية استهداف التضخم وأداء البنوك المركزية »

#### الملخص:

تتناول هذه الأطروحة فعالية إستراتيجية استهداف التضخم، من حيث أداء البنك المركزي، بناءً على تحليل شامل ومقارن للتضخم والنمو الاقتصادي وتحليل تجريبي باستخدام نموذج الفروق المزدوجة. توضح المقاربة النظرية لهذه الأطروحة أن هذه الإستراتيجية هي الإطار الأكثر فعالية وجاذبية لشرح مستويات التضخم المنخفضة ومستقرة وإرساء توقعات التضخم في البلدان المنتهجة لهذه النوع من الإستراتيجيات النقدية. إضافة إلى هذا لوحظ أن استهداف التضخم أدى عمومًا إلى تحسن في أبعاد السياسة النقدية وفعاليتها ومصداقيتها. كمساهمة في الأدبيات التجريبية حول النقاش الدائر حول وجود علاقة بين تبني هذه الإستراتيجية وأداء البنوك المركزية التي تبنتها، يمكن اعتبار عملنا هذا كدليل إضافي لصالح وجود مثل هذه الصلة. من هذا المنطلق نؤكد على وجود تأثير إيجابي وأحيانًا مهم لاستهداف التضخم على الأداء الاقتصادي الكلي للاقتصادات المتقدمة والناشئة والنامية. هكذا يمكن التأكيد على أن استهداف التضخم يساهم إلى حد كبير في الحفاظ على استقرار الأسعار دون عواقب سلبية وخطيرة على النشاط الاقتصادي.

**كلمات مفتاحية:** البنك المركزي، السياسة النقدية، استهداف التضخم، الأداء الاقتصادي، المصداقية، الكفاءة، نماذج الفروق المزدوجة.

## REMERCIEMENTS

---

*Je tiens tout d'abord à exprimer mes sincères remerciements à mon directeur de thèse, Monsieur FEKIR Hamza, pour l'encadrement sans faille qu'il a assuré tout au long de ce travail. Ses encouragements et son soutien permanent m'ont permis de surmonter mes doutes. Je tiens à lui exprimer toute ma gratitude pour sa disponibilité, son aide sans limite et son extrême générosité.*

*Mes remerciements s'adressent aussi aux membres du jury, pour l'honneur et le plaisir qu'ils m'accordent en acceptant de lire et d'évaluer ce travail.*

*Egalement, je remercie tout le corps enseignant et le personnel administratif de la Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion de l'Université d'Oran 2 Mohammed BENAHMED pour toute l'aide et l'assistance qu'ils m'ont apportées durant toute ma formation universitaire.*

*Enfin, mes remerciements vont à mes chers parents, mon frère, ma sœur et à mes proches et amis, pour avoir cru en moi et pour leur soutien indéfectible.*

*Merci une fois encore à tous.*

## Sommaire

|  |     |
|--|-----|
| Introduction Générale .....  | I   |
| Chapitre 1 : Actions des banques centrales et conduite de la politique monétaire.....  | 1   |
| Section 1. Banque centrale : fonctions, métiers et objectifs.....  | 4   |
| Section 2. La politique monétaire : définition et mise en œuvre .....  | 24  |
| Section 3. Politique monétaire non conventionnelle : avantages et conséquences .....   | 56  |
| Chapitre 2 : Crédibilité de la banque centrale, conduite du ciblage d'inflation et effets macroéconomiques.....                  | 73  |
| Section 1 : Crédibilité et indépendance des banques centrales : une revue de la littérature récente .....                        | 77  |
| Section 2: Le ciblage d'inflation et sa règle de conduite.....   | 100 |
| Section 3 : Effets macroéconomiques du ciblage d'inflation: Un Etat des lieu.....  | 129 |
| Chapitre 3 : Evaluation de la performance économique du ciblage d'inflation : une analyse exhaustive et une étude empirique..... | 147 |
| Section 1 : Pratiques du ciblage d'inflation : une analyse exhaustive.....   | 150 |
| Section 2 : Performance du ciblage d'inflation : une évaluation empirique.....   | 171 |
| Conclusion générale.....   | 200 |
| Références Bibliographiques .....  | 212 |
| Annexes.....   | 231 |
| Liste des Tableaux .....   | 249 |
| Liste des Figures .....  | 250 |
| Liste des Graphiques.....  | 251 |
| Table des Matières .....   | 252 |

## Introduction Générale

### A. Contexte économique général

Théoriquement, la politique monétaire est la composante essentielle de la politique économique. Ainsi, tout au long de l'histoire économique, elle a été considérée comme l'instrument par lequel l'autorité monétaire, généralement la banque centrale, et à travers différents instruments mis à sa disposition, agit sur l'offre de monnaie afin de réaliser son objectif de stabilité qui peut concerner soit : la stabilité des taux d'intérêts, la stabilité des taux de change et/ou la stabilité des prix. Elle cherche également à atteindre d'autres objectifs de la politique économique : la croissance, le plein emploi et l'équilibre extérieur. La réalisation de cet ensemble d'objectifs est connue dans la littérature économique sous le qualificatif objectif de maximisation du bien-être social. Dans ce contexte, l'un des problèmes auxquels les banques centrales sont confrontées, depuis longtemps, est de savoir quelle politique monétaire devrait suivre les pays pour assurer la cohérence économique ? Du fait que les structures économiques, financières, sociales et culturelles diffèrent d'un pays à l'autre, rend le choix davantage plus difficile et au même temps c'est l'un des défis les plus importants que les banques centrales devraient relever lors du choix de la stratégie qu'elles appliqueront.

Historiquement, les objectifs de la politique monétaire ont évolué à travers le temps en suivant la domination de la pensée économique de chaque époque et de la nature des problèmes auxquels font face les économies. Ainsi, durant les années 70, ces objectifs se résument principalement dans la stimulation de la croissance et à l'arbitrage inflation/chômage. Les autorités monétaires se fixent des objectifs intermédiaires afin d'atteindre ces objectifs finaux. A cet effet, les objectifs intermédiaires de la politique monétaire se définissent comme des variables sur lesquelles les instruments monétaires agissent directement. A cet égard, aussi bien la théorie économique que l'expérience des pratiques des banques centrales, de l'époque, stipulent que l'objectif final de lutte contre l'inflation doit s'exercer à travers une régulation indirecte de la masse monétaire, en faisant varier les taux directeurs du marché monétaire.

Au final, la théorie de la politique monétaire et la pratique des banques centrales se sont bâties autour du consensus qui fait de la stabilité des prix le principal objectif de la politique monétaire. Afin d'assurer cette stabilité, celle-ci doit s'appuyer sur des variables économiques connues sous l'appellation d'ancrage. Au fil du temps, ces ancrages ont changé et seuls le taux de change, les agrégats monétaires et l'inflation ont été considérés comme des variables d'ancrage. Dans cette perspective, trois régimes monétaires correspondants ont été définis : le

régime de ciblage du taux de change, le régime de ciblage d'agrégat monétaire et le régime du ciblage d'inflation. L'adoption des deux premiers régimes ont été associée à une ouverture aux marchés internationaux de capitaux. Ainsi, la plupart des économies ont été conduit à adopter la flexibilité de leur taux de change. Les résultats de ces stratégie se sont soldés par : des niveaux d'inflation élevés, une dollarisation de la dette des pays adoptant ces régimes et un système bancaire fragile. Ainsi, ces deux politiques ont prouvé leurs limites ce qui a poussé les autorités monétaires, dans plusieurs pays, à s'intéresser au régime du ciblage d'inflation. De ce fait, on peut dire que l'adoption de ce régime a coïncidé avec une conjoncture économique très favorable qui a fait de la lutte contre l'inflation un objectif principal de la politique monétaire.

Quant à l'origine du ciblage d'inflation, la littérature standard considère qu'il est naît, principalement, de la «science» de la politique monétaire et de l'incohérence temporelle. Cependant, les nouveaux keynésiens prétendent aussi être à son origine. Sans compter, que des travaux sur l'histoire du ciblage d'inflation en Nouvelle-Zélande ressortent d'autres théories fondatrices concurrentes, comme les théories microéconomiques de la Harvard Business School sur lesquelles le gouvernement s'est appuyé dans sa réforme de la Reserve Banque de la Nouvelle-Zélande à partir de 1984. Par contre, d'autres travaux contestent l'importance de la théorie dans l'apparition du ciblage d'inflation [Dale S. et Haldane A. (1995), Leiderman et Svensson (1995)] et par la suite dans les discours de banquiers centraux. En effet, il peut être considéré comme le résultat des régimes de politique monétaire précédents: le régime keynésien de l'après-guerre, suivi par le régime monétariste, et l'ordre monétaire d'indépendance des banques centrales à la fin des années 1980 en plus du pragmatisme des banquiers centraux.

Dans ce sens, rappelons que l'efficacité de la politique monétaire dépend de la manière dont le public comprend les objectifs de la banque centrale, ainsi que les moyens d'y parvenir, et les juge crédibles (Drumetz et al. 2015). Afin d'assurer cette efficacité, la proposition avancée par la littérature académique est l'adoption d'une règle monétaire ou une fonction de réaction de la banque centrale. Ainsi, depuis les travaux fondateurs de Taylor (1993), qui sont classiquement les premiers cités, d'autres travaux autour de la question des règles monétaires actives (ou contingentes) ont vu le jour et sont devenues une partie intégrante des modèles employés par les banques centrales. D'une manière générale, les conclusions qui se dégagent des premiers travaux sur les règles monétaires sont :

- ✓ Tout d'abord, la fixation du taux d'intérêt est compatible avec la détermination des prix. Ainsi, il est possible d'assurer un ancrage nominal par le contrôle des taux d'intérêt.

✓ Deuxièmement, il est possible de concilier cet ancrage nominal avec la régulation conjoncturelle de l'économie. Cette possibilité offre à la banque centrale les conditions de réaliser la meilleure performance économique possible et être, non seulement, crédible mais aussi avoir l'opportunité de mener une politique monétaire flexible.

Ces arguments sont les principaux avantages mis en avant par les défenseurs du ciblage d'inflation. D'où le terme de « discrétion contrainte » avancé par Bernanke et Mishkin (1997) pour caractériser le ciblage d'inflation. Dans ce sens, la contrainte peut être représentée par la cible d'inflation qu'elle s'est engagée à atteindre à un horizon prédéterminé.

Néanmoins, le sujet portant sur la performance économique de cette stratégie de politique monétaire est toujours au cœur du débat économique. La stabilité des prix demeure l'un des paradigmes les plus dominants de la pensée économique de toute époque. En effet, avec les multitudes réformes qualitatives qui ont marqué la conjoncture économique mondiale, les fondements théoriques et pratiques des politiques monétaires ont fortement évolué.

Cependant, il est intéressant de signaler que ces bouleversements s'inscrivent dans un cadre très précis, c'est celui de la quête des banques centrales d'un gain en matière de crédibilité. A cet effet, les banquiers centraux vont alors privilégier les règles pour mener leur politique monétaire. Prenant appui sur ce besoin, les monétaristes proposent une règle selon laquelle la croissance de la masse monétaire devait étroitement correspondre à la croissance du PIB afin de stabiliser les prix. La portée de cette règle a été limitée à cause de la volatilité de la demande de monnaie et des agrégats monétaires ce qui a précipité son abandon. En revanche, le ciblage du taux de change fut quant à lui abandonné au début des années quatre-vingt-dix avec la multiplication des attaques spéculatives. Ce double échec est à la base de l'émergence du ciblage d'inflation. Ainsi, à la poursuite de recherche d'une ancre alternative à la monnaie ou au taux de change, certaines banques centrales ont adopté à partir du début des années 90 une stratégie du ciblage d'inflation. Dans une conception pratique Drumetz et al. (2015), caractérisent cette stratégie par :

- La publication d'une cible quantifiée d'inflation à moyen terme ;
- Explication des décisions de politique monétaire par la prévision d'inflation de la banque centrale ;
- Accent mis sur la transparence, particulièrement par la publication périodique d'un rapport sur l'inflation.

De ce fait, ces caractéristiques auront le mérite d'ancrer fermement les anticipations d'inflation à moyen et à long termes et permettre ainsi à la politique monétaire d'exercer un effet à court terme sur l'activité économique. Dans ce sens, Salle I. (2013) montre que puisque les agents gagnent en certitude quant à l'évolution future des prix, ils peuvent plus efficacement prendre leurs décisions, notamment dans leurs choix d'investissement, ce qui accroît la stabilité macroéconomique. Selon les nouveaux keynésiens, la stabilité des prix serait finalement une condition suffisante à la stabilité macroéconomique.

Théoriquement, on peut dire que la stratégie du ciblage d'inflation a été bâtie sur une évidence élémentaire qui fait de la réalisation et la préservation de la stabilité des prix un objectif final de la politique monétaire. Cette évidence a constitué, toujours, le point de convergence des différents courants de la littérature économique des années 1980 à savoir : les théoriciens de littérature de la crédibilité<sup>1</sup> et les nouveaux keynésiens.

Quant aux conditions préalables au ciblage d'inflation, Schmidt-Hebbel K. et Carrasco M. (2016), les résumant dans les cinq points suivants: (i) la stabilité des prix est explicitement et publiquement déclarée comme objectif principal de la politique monétaire, (ii) un objectif quantitatif d'inflation annoncé publiquement; (iii) la conduite de la politique monétaire repose sur un large éventail d'informations, y compris des prévisions d'inflation; (iv) la politique monétaire est menée de manière très transparente; et v) l'autorité monétaire se conforme à des normes élevées en matière de responsabilité publique en ce qui concerne la conduite de la politique et ses résultats.

Dans une approche où le ciblage d'inflation est vu comme un outil de la performance de la banque centrale, Batini et Laxton (2007) identifient quatre grandes catégories de conditions préalables: (a) indépendance institutionnelle de la banque centrale, (b) infrastructure de banque centrale bien développée, (c) structure économique développée, et d) un système financier sain. Dans ce cadre très simple, les auteurs identifient des variables spécifiques pour chaque catégorie et fournissent des mesures annuelles des conditions préalables au ciblage d'inflation pour 21 pays, avant et après leur adoption de cette stratégie<sup>2</sup>. Par rapport à ce cadre, qu'on peut qualifier

---

<sup>1</sup> Cette littérature regroupe une synthèse du monétarisme Friedman/Lucas et des néo-classiques, donc elle regroupe divers éléments dont l'importance dans la création du ciblage de l'inflation est analysée.

<sup>2</sup> Les variables de chaque catégorie sont les suivantes: (i) pour l'indépendance institutionnelle: indépendance juridique totale, indépendance par rapport à la fixation des objectifs et indépendance opérationnelle; ii) pour des infrastructures de banque centrale bien développées: infrastructure technique, disponibilité des données et capacités systématiques de prévision et de modélisation de l'inflation; iii) pour les structures économiques développées: dérégulation totale des prix, absence de sensibilité excessive de l'inflation aux prix des produits de base et au taux de change, faible dollarisation et faible ouverture des échanges; (iv) système financier sain: mesures du développement du marché bancaire et du marché des capitaux.



de référence, les auteurs constatent, qu'au moment de l'adoption du ciblage d'inflation, aucun pays et sa banque centrale ne remplissaient dans une large mesure ces conditions préalables. Pour une note maximale de 4 points (lorsque toutes les conditions préalables sont remplies), les banques centrales des économies développées atteignaient en moyenne 2,3 points contre seulement 1,6 points pour celles des économies émergentes. Dans le même sens, Schmidt-Hebbel K. et Carrasco M. (2016), constatent, qu'en règle générale, plus le ciblage d'inflation est adopté tardivement, plus les conditions préalables sont remplies, ce qui suggère que la banque centrale pratiquant le ciblage d'inflation doit apprendre des pratiques d'anciennes banques et que cet apprentissage doit continuer pendant de nombreuses années après le démarrage de l'adoption du ciblage d'inflation. Il est ainsi permis de suggérer que les banques centrales pourraient commencer à cibler l'inflation avant de satisfaire aux conditions préalables théoriques. Les auteurs remarquent toutefois que les banques centrales doivent déployer des efforts pour améliorer de manière significative leurs cadres institutionnels et politiques après l'adoption du ciblage d'inflation et suggèrent également qu'elles considèrent à la fois ces mises à niveau comme essentielles au succès de leurs politiques monétaires à long terme et comme éléments de renforcement du cadre du ciblage d'inflation.

Depuis le milieu des années 1990, de nombreuses recherches se sont intéressées à l'étude de l'effet de cette nouvelle stratégie dans la maîtrise, d'une part, de l'inflation et la croissance de l'économie réelle, d'autre part<sup>3</sup>. De nos jours, les questions qui se posent portent sur les thèmes de l'efficacité et de la performance économique générées par la stratégie du ciblage d'inflation. A cet effet, dans les études empiriques consacrées à la performance des banques centrales, les chercheurs se sont attachés à déterminer l'incidence que peut avoir l'adoption de cette stratégie sur certaines variables économiques. Si la plupart des travaux empiriques arrivent à la conclusion que le ciblage d'inflation a fait baisser l'inflation et sa volatilité dans les pays pratiquant cette stratégie de politique monétaire. En revanche, leurs conclusions divergent quant à son impact sur la croissance et sa volatilité. Cependant, leur portée reste limitée principalement par le fait que les leçons tirées de certains cas sont difficilement généralisables. Dans ce contexte, les travaux de Neumann et Von Hagen (2002) et ceux de Brito et Bystedt (2010) arrivent à une même conclusion, c'est que ce régime a eu un effet ambigu sur la performance économique des économies émergentes. En somme, ils ont pu expliquer qu'une conjoncture économique

---

<sup>3</sup> Voir sur ce point les travaux de : Leiderman, L. et Svensson, L. E. O. (1995): « Inflation Targets », London : Centre for Economic Policy Research, Svensson, L. E. O. (1997): « Inflation forecast targeting : implementing and monitoring inflation targets », *European Economic Review*, 41, 1111-1146. Et Svensson, L. E. O. (1998): « Open economy inflation targeting », CEPR Discussion papers. 21 Svensson.

relativement stable pendant les années 1990 a eu un effet de retour vers la moyenne. En effet, cette période était marquée par une tendance générale à la désinflation dans les pays pratiquant le ciblage d'inflation comme dans les autres. Dans ce cas, il est très difficile d'isoler l'effet de la tendance générale à la désinflation dans le monde de l'effet du ciblage strict de l'inflation<sup>4</sup>.

Au passage, il est intéressant de signaler qu'au plan théorique, la littérature qui traite la dimension globale de l'inflation utilise le cadre de courbe de Phillips traditionnel et elle a abouti à des résultats contradictoires:

Les premiers travaux les plus connus qui ont utilisé des modèles de courbes de Phillips pour étudier l'effet des écarts de la production étrangère sur l'inflation domestique sont ceux de : Tootell (1998), Gamber et Hung (2001), Ball (2006), FMI (2006), Pain, Koske et Sollie (2006), Borio et Filardo (2007), Mody et Ohnsorge (2007), Gerlach et al. (2008), Calza (2009), Ihrig et al. (2010). D'une manière globale, la conclusion générale qui se dégage de ces travaux confirme l'existence des effets positifs et significatifs des écarts de la production étrangère sur l'inflation domestique dans presque tous les pays industrialisés pris en considération. Toutefois, cette conclusion est a été rejetée par les travaux de Balakrishnan et L'opez-Salido (2002) et Mody et Ohnsorge (2007), qui trouvent un impact significatif des changements dans les termes de l'échange et les taux de change effectifs nominaux sur l'inflation au Royaume-Uni et dans 25 pays membres de l'union européenne. Pour leur part, Batini et al. (2005), constatent, dans le cas du Royaume-Uni, que la concurrence étrangère réduit considérablement l'inflation dans seulement une sur six spécifications. Cependant, D'ees et al. (2009), ne trouvent pas d'impact significatif de l'inflation étrangère sur l'inflation domestique dans l'ensemble de leur échantillon de 26 pays développés et en développement pour la période d'étude 1980-2003. En revanche, ils constatent que cet impact devient positif et significatif lorsqu'ils ont exclus les pays d'Amérique latine et les USA de leur échantillon. Toutefois, ils signalent que cet impact disparaît une fois que les taux d'intérêt nationaux sont introduits dans l'équation à estimer.

Par conséquent, les différents travaux empiriques qui ont traité l'impact du ciblage d'inflation sur certaines variables macroéconomiques<sup>5</sup>, l'ont fait dans le but de vérifier si ces variables affichent de bons signes après le passage à ce nouveau régime ou non. De plus, ces travaux ont essayé de montrer la performance macroéconomique d'un pays ou d'un groupe de pays avant et après le passage à ce régime monétaire en les comparant avec ceux qui pratiquent

---

<sup>4</sup> Surtout dans le cas des économies plus petites et plus ouvertes qui sont vraisemblablement davantage influencées par l'évolution économique dans le reste du monde.

<sup>5</sup> Tels que l'indice des prix à la consommation, le PIB, le taux de chômage ou le taux d'intérêt.

d'autres régimes monétaires. Cependant, on signale que ce sujet a été traité sous différents angles selon les économistes. Mais le débat autour de la performance de cette règle monétaire reste toujours ouvert. Par contre, les idées et les conclusions qui se dégagent des travaux de la première génération ne confirment pas d'une manière ferme et claire son succès et parfois ils se contredisent et nous pouvons citer un certain nombre de travaux à l'exemple de ceux de : Mishkin F. S. et Posen A. S. (1998), Neumann M. J. M. et Von Hagen (2002), Landerretche O. et al. (2001), Levin A. T. et al. (2004), Bernanke et al. (1999), Johnson D. R. (2002), Ball L. et Sheridan N. (2003), Gertler M. (2005), Mishkin F. S. et Schmidt-Hebbel K. (2007) et Pétursson (2009). Par conséquent, les travaux de la dernière décennie convergent vers un certain succès de ce régime monétaire, quoiqu'il existe toujours certaines critiques et avis réticents à son encontre.

D'une manière générale, l'analyse empirique semble confirmer les prédictions mises en avant du point de vue théorique et économique. Ainsi, les conclusions qui se dégagent des différents travaux traitant l'adoption du ciblage d'inflation est que celui-ci a eu, principalement, pour conséquence :

- ✓ Une forte baisse de trois indicateurs importants pendant la période d'après ciblage d'inflation à savoir : le taux d'intérêt, le niveau de l'inflation et sa volatilité ;
- ✓ La volatilité de l'output a également montré des signes de baisse ;
- ✓ une légère baisse a marqué le pass through du taux de change.

Toutefois, dès la fin de l'année 2008 et face à la lenteur de la reprise économique, les banques centrales des grandes économies développées ont adopté des mesures dites non conventionnelles pour stimuler la reprise économique. A cet effet, elles ont adopté dans l'urgence deux types de mesures : les politiques d'assouplissement quantitatif (qualitative easing) qui permettent l'accroissement de la taille du bilan et l'assouplissement du crédit (credit easing) qui consiste à changer volontairement la composition de l'actif d'une banque centrale. Le motif théorique évoqué pour expliquer l'adoption de ces mesures tient à l'impact que la politique monétaire peut exercer sur les anticipations d'inflation. Dans ce sens, l'expansion et la modification du bilan des banques centrales peuvent rendre crédible leur engagement à laisser une période de forte inflation une fois la reprise amorcée. Dans ce sens, Drumetz et al. (2015), avancent l'importance de deux caractéristiques pour assurer l'efficacité du pilotage des anticipations futures de la politique monétaire par une banque centrale :

- ✓ La première relève de la nécessaire transparence sur l'objectif de la banque centrale en fournissant des signaux sur l'évolution future des taux directeurs (guidage des taux d'intérêt);
- ✓ La seconde est la clarté de sa communication, en particulier sur la stratégie de politique monétaire adoptée afin d'atteindre cet objectif en communiquant sur ses orientations par la fourniture d'indications à court terme et publication d'une trajectoire future de taux d'intérêt.

Dans le cadre de notre travail, on va s'intéresser à l'évaluation de l'expérience des pays qui ont adopté le ciblage d'inflation depuis les années 1990, en se focalisant aussi bien sur les performances économiques réalisées par les pays pratiquant ce cadre de stratégie de politique monétaire ainsi que celles de leurs banques centrales et essayer de tirer des enseignements à partir de presque d'une trentaine d'années de pratique de ce régime.

C'est ainsi que dans un premier temps, l'analyse se focalisera essentiellement sur l'examen du rôle de la banque centrale dans le fonctionnement de l'économie d'un pays d'une manière générale. Dans un second temps, nous analyserons les aspects conceptuel et analytique du ciblage d'inflation en s'inspirant de certains travaux théorique réalisés en grande partie par Kydland F. et Prescott E., Barro R. et Gordon D., Taylor J., Svensson L., Ball L. et Sheridan N., Woodford M. et Bernanke B., Mishkin F. et autres. Le dernier axe consiste à évaluer et analyser empiriquement l'impact de l'adoption de cette stratégie de politique monétaire, en développant une démarche empirique, sur la performance des banques centrales. En s'inspirant des travaux de Ball et Sheridan (2003), Batini et Laxton (2007), Sayari Z. (2013), Fekir H. et Boulenouar B. (2015) et Ftiti et al. (2016), nous estimons l'effet du ciblage d'inflation sur l'évolution de l'inflation et la croissance ainsi que sur leurs volatilités respectives ce qui nous permet de déduire les mesures de la performance économique et les mesures de l'efficacité de la politique monétaire.

## B. Méthodologie et structure de la thèse

Dans le cadre du travail de notre thèse on propose d'analyser l'impact de la politique de ciblage d'inflation sur la performance économique et ceci à travers l'étude des expériences des pays qui ont adopté cette stratégie de politique monétaire et qui ont pu renforcer son efficacité. Plus précisément, les développements de cette thèse visent à étudier la conduite, l'efficacité et la performance économique de cette stratégie de politique monétaire.

Dans ce sens, notre travail de thèse s'articule autour de la question directrice suivante : La stratégie du ciblage d'inflation améliore-t-elle l'action de la politique monétaire en matière de performance économique ? Pour répondre à cette question, nous supposons qu'au cours de l'analyse de chaque chapitre on répond à une question distincte. Ainsi, dans nos analyses du chapitre 1, on essaye de répondre à la question: dans le cadre des actions des banques centrales et de conduites de leurs politiques monétaires, quel rôle joue celle-ci dans le fonctionnement de l'économie d'un pays ? En suite, nos analyses du chapitre 2, cherchent à répondre aux deux questions suivantes : Qu'entend-on réellement par stratégie de ciblage d'inflation? Que faut-il faire pour asseoir et réussir une telle stratégie de politique monétaire ? Enfin, dans les analyses du chapitre 3 nous essayons de fournir des réponses à la question de savoir : Quel est l'impact généré par cette stratégie sur l'inflation et la croissance économique ainsi que sur leurs volatilités respectives ?

Afin de répondre à notre problématique, nous adopterons les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : le ciblage d'inflation, procure à la banque centrale la crédibilité nécessaire pour atteindre son objectif d'inflation basse et stable et aide les agents économiques à formuler leurs anticipations.

Hypothèse 2 : le ciblage d'inflation, améliore l'efficacité de la politique monétaire en termes de stabilité des prix et génère une croissance économique.

Hypothèse 3 : si la performance des banques centrales s'accroît effectivement avec le ciblage d'inflation, on devrait s'attendre à ce que les banques centrales pratiquant cette stratégie arrivent à mieux maîtriser l'inflation tout en réalisant une croissance économique et être ainsi les plus performantes.

Enfin, pour répondre à ces questions et vérifier ces hypothèses, nous procédons de la manière suivante : Dans un premier chapitre, nous présenterons une revue partielle de la littérature récemment proposées sur le rôle de la banque centrale et les stratégies monétaires tout en confrontant les fondements et apports de différentes approches. Cette présentation est structurée par trois sections, chacune analysant le traitement que réserve chaque approche au rôle de la banque centrale et à la stratégie monétaire quelle propose. La première section est consacrée à l'étude des différentes fonctions et objectifs de la banque centrale. Dans la deuxième section, nous présenterons une analyse de la politique monétaire : sa définition, sa mise en œuvre, ses objectifs, ses instruments et ses canaux de transmission. Au passage, on signale que l'expérience a montré que seulement trois variables peuvent permettre à la banque centrale

d'atteindre de meilleurs résultats en matière d'efficacité dans l'application de sa politique monétaire. Ces variables sont respectivement le taux de change, les agrégats monétaires et enfin l'indice des prix à la consommation. Enfin, notre troisième section sera consacrée analyse des politiques dites non conventionnelles qui ont prouvé leurs efficacités lors de la dernière crise économique de 2007-2009.

Dans un deuxième chapitre, nous intéresserons à l'analyse de la stratégie de ciblage d'inflation et à celle de la règle de sa conduite, en montrant comment cette notion de règle optimale à été adoptée pour guider le comportement de la banque centrale dans ses décisions de politique monétaire afin de réaliser l'objectif d'inflation. Notre analyse, insistera également sur le rôle de la transparence et de la crédibilité de la politique monétaire en tant que critère de performance économique des actions de la politique monétaire (section 1). En suite, nous intéresserons aux analyses du dilemme crédibilité versus flexibilité ou il sera question d'évoquer les grands débats entre les partisans de l'adoption d'une politique monétaire basée sur une règle contre ceux qui sont pour l'adoption d'une politique monétaire discrétionnaire (section 2). Puis dans une troisième section, nous analysons l'efficacité et la performance économique de la politique de ciblage d'inflation. Cette analyse s'appuiera sur les différentes expériences des pays ayant adopté un ciblage d'inflation et qui ont pu renforcer l'efficacité de ce régime monétaire. Pour pouvoir répondre à notre problématique, l'étude de ce nouveau régime monétaire, ses caractéristiques, ses avantages, et ses fondements structurels et institutionnels indispensables nous paraissent primordiales.

Le troisième chapitre représente l'apport de recherche de notre thèse. Dans ce contexte, nous proposons deux approches complémentaires. Une première basée sur une analyse exhaustive de la conduite du ciblage d'inflation et performance économique. L'intérêt de ce type d'analyse est de mettre en lumière la différence en termes de pratiques et de caractéristiques du ciblage d'inflation entre les banques centrales. La deuxième approche est plutôt économétrique (empirique) dont le but est d'approfondir l'analyse faite dans le cadre de la première approche. A cet effet, nous proposons l'utilisation d'un modèle simple mesurant la performance économique des pays pratiquant le ciblage de l'inflation dont les conclusions sont compatibles avec les différents travaux empiriques relatifs aux effets du ciblage d'inflation sur la maîtrise de l'inflation et la croissance économique ainsi que leurs volatilités. Dans ce cadre, on signale que les modèles de doubles différences qui incorporent les avancées théoriques et économétriques les plus récents, sont les outils les plus aboutis de l'analyse de l'impact du ciblage d'inflation sur la performance économique des pays pratiquant cette stratégie de politique monétaire. Leur

application dans les travaux économique témoigne d'une meilleure coopération entre les milieux universitaires et le monde des décideurs. Les modèles les plus représentatifs, reposant sur les travaux de Ball L et Sheridan N (2003) sont présentés ici.

Compte tenu de ces éléments, l'expérience passée des pays qui ont adoptés une stratégie de ciblage d'inflation constitue la base de notre travail de recherche. Ainsi, elle nous permettra de fournir des réponses préliminaires aux pays candidats<sup>6</sup> à l'adoption du ciblage d'inflation. En ce sens, il nous semble que notre travail contribue à un débat d'actualité. Au final, en tant que contribution à la littérature empirique sur le débat de l'existence d'une relation entre l'adoption de la stratégie du ciblage d'inflation et la performance économique des pays pratiquant cette stratégie, notre travail pourrait être considéré comme un argument supplémentaire en faveur de l'existence d'une telle relation.

---

<sup>6</sup> Surtout les pays émergents et en développement qui connaissent des niveaux d'inflation élevés.

## Chapitre 1 : Actions des banques centrales et conduite de la politique monétaire



## Introduction

Etant une composante essentielle de la politique économique, la politique monétaire dans la plupart des pays développés et émergents est conduite par une banque centrale généralement indépendante des pouvoirs politiques. A cet effet, elle est chargée de définir et d'exécuter cette politique dans le but d'atteindre les objectifs pour lesquels elle s'est engagée tout en coopérant avec les autres composantes de la politique économique en particulier la politique budgétaire.

Avant la crise de 2008, la plupart des banques centrales adoptaient des politiques monétaires qui reposaient sur un modèle de type nouveau keynésien où les anticipations jouaient un rôle décisif. La banque centrale avait un objectif d'inflation, affiché ou pas. Dans les économies industrielles avancées, il se situait dans une fourchette comprise entre 2 et 3%. Il était calculé de manière à éviter surtout un risque inflationniste, mais aussi déflationniste. A cet effet, la banque centrale s'engageait alors à atteindre cet objectif à moyen et à long terme par sa politique monétaire. Dans ces conditions, le principe était de gérer le problème d'inflation par deux variables intermédiaires à savoir : les agrégats monétaires et le taux de change. Ces deux variables ont donné naissance à deux politiques monétaires qui ont marqué l'économie mondiale à savoir : le régime de ciblage d'agrégat  $M_3$  et celui du taux de change. Ces régimes reposent, généralement, sur le principe d'ancrage nominal, fondé sur la fixation d'un objectif de stabilité des prix. Cet objectif de long terme est assuré grâce à une intermédiation de certains indicateurs économiques. Cela était supposé compatible, à court terme, avec la stabilisation de l'activité économique, même si cette préoccupation pouvait varier d'une banque centrale à l'autre.

A partir de la fin des années 1980, ces deux politiques étaient incapables ni de stabiliser l'inflation à des niveaux faibles sur le long terme ni de faire baisser le chômage. A cette époque, la situation est devenue propice à l'adoption d'une approche de politique monétaire différente. Celle-ci consiste à cibler directement l'inflation et permettre à certains pays qui on souffre de trouver une solution à ce problème. Ainsi, l'attachement envers l'ancrage nominal a encore changé de variables intermédiaires cibles. Dans cette nouvelle conception de la politique monétaire, l'inflation occupe une place prépondérante, elle est vue comme un phénomène monétaire au sens où la politique monétaire peut la contrôler, éventuellement seule et d'une manière directe; elle est vue aussi comme un processus dynamique qui fait interagir les agents

économiques et la banque centrale, ce qui amène la politique monétaire à être orientée vers l'avenir<sup>7</sup>.

En fait, l'expérience a montré que seulement trois variables peuvent permettre à la banque centrale d'atteindre de meilleurs résultats en matière d'efficacité dans l'application de sa politique monétaire. Ces variables sont respectivement les agrégats monétaires, le taux de change et enfin l'indice des prix à la consommation.

Lors des analyses de notre premier chapitre nous essayerons d'examiner le rôle de la banque centrale dans le fonctionnement de l'économie d'un pays d'une manière générale. Ce chapitre sera organisé comme suit. Dans la première section, nous traiterons les différentes fonctions et objectifs de la banque centrale. Dans la deuxième section, nous présenterons une analyse de la politique monétaire : sa définition, sa mise en œuvre, ses objectifs, ses instruments et ses canaux de transmission. Enfin, notre troisième section sera consacrée analyse des politiques dites non conventionnelles.

---

<sup>7</sup> Drumetz F. et al. (2015), politique monétaire, édition de boeck supérieur, P.28.

## Section 1. Banque centrale : fonctions, métiers et objectifs

### Introduction

Les fonctions des banques centrales, la nature et le contenu de leurs missions ont évolué tout au long de leur histoire. A cet effet, la perception que les banquiers centraux ont de la nature et du contenu de leurs propres missions s'est modifiée<sup>8</sup>. En parallèle, la définition et le rôle de la banque centrale ont connu également des modifications en suivant cette évolution. Selon Flouzat, D. (1999), la banque centrale se définit comme l'institution qui se situe au centre des systèmes de paiement pour garantir les règlements et contrôler l'expansion de la masse monétaire. C'est l'institution considérée comme apte à préserver la confiance dans la monnaie d'un pays<sup>9</sup>. Cependant, pour Devoluy, M. (1998), la banque centrale est une autorité publique chargée de contrôler le financement de l'économie en assurant l'émission des billets de banque et en octroyant des crédits aux banques commerciales dans le cadre de la politique monétaire<sup>10</sup>.

Comme l'explique, Fekir, H. (2008), une banque centrale est l'autorité publique chargée : (a) de contrôler le financement de l'économie en assurant l'émission des billets de banque et en octroyant des crédits aux banques commerciales dans le cadre de la politique monétaire, (b) de surveiller et gérer les systèmes de paiement liés en particulier à la compensation des chèques et des virements interbancaires, (c) et, dans certains pays, de surveiller la solidité du système bancaire et financier ». <sup>11</sup> Il est essentiel de noter qu'il s'agit ici d'une définition fonctionnelle de la banque centrale.

Quant à son organisation et ses missions, la littérature économique les traite à partir de deux types de structure de banques centrales à savoir :

- ✓ Une structure fédérale, où chaque composante politique (état, land, province, etc.) est représentée dans l'organisation et participe aux décisions. Exemple : la Fed, banque centrale des états unis et le SEBS (système européen de banques centrales) ;
- ✓ une structure centralisée, où l'organisation et les décisions sont concentrées sur des instances intégrées. La banque de France est du type centralisé.<sup>12</sup>

---

<sup>8</sup> Padoa-schioppa, T. (1991) : « les banques centrales, les systèmes de paiement et le marché unique », Banca d'Italia, Economique bulletin.

<sup>9</sup> Flouzat, D. (1999) : « Le concept de banque centrale », Bulletin de la Banque de France, Numéro 70, disponible sur le site de la Banque de France à L'adresse : [http://www.banques-france.fr/archipel/publications/bdf\\_bm/etudes\\_bdf\\_bm/bdf-bm-70](http://www.banques-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf-bm-70) consulté le 02/11/2017.

<sup>10</sup> Devoluy, L.K (1998) : « théorie macroéconomique », édition Armand colin, Paris, page 28.

<sup>11</sup> Fekir Hamza : « la crédibilité et l'indépendance des banques centrales : d'Algérie, du Maroc et de la Tunisie. », Mémoire de magister en Analyse économique et développement, université d'Oran, 2008, P.10.

<sup>12</sup> Brana S. et al. (2006) : « Economie monétaire et financière », Travaux dirigés, 2<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris. P. 150.

D'une manière générale, en contrôlant la masse monétaire et les taux d'intérêt, la banque centrale influence directement la monnaie nationale et par la suite sa valeur par rapport aux autres monnaies. En suivant une politique, dite, expansionniste sur le marché selon un processus qui consiste en l'augmentation de la base monétaire et l'abaissement des taux d'intérêt. L'objectif, est de mettre plus d'argent à la disposition des banques et des entreprises dans le but d'augmenter la croissance et le développement. Les résultats attendus de ce type de politique sont une augmentation du PIB et une baisse de chômage.

A travers le mécanisme de la création monétaire, la banque centrale crée une offre excédentaire de fonds sur les marchés ce qui permet de baisser efficacement sa valeur. Dans le cadre de ce type de politique, la même chose est vraie avec les taux d'intérêt. Comme les taux d'intérêt sont plus bas, il devient plus facile d'emprunter des fonds et la valeur de la monnaie, du pays concerné, tend à diminuer.

Le scénario inverse est vrai lorsque la banque centrale met en place une politique monétaire restrictive. Une diminution de l'offre de monnaie sur le marché rend le capital plus rare. La rareté fait augmenter la valeur des fonds restants ainsi que la valeur de la monnaie du pays. Une augmentation des taux d'intérêt a aussi le même effet. Des taux plus élevés augmentent le coût d'emprunt de capitaux, et la limitation de prêts diminue la disponibilité des fonds. Dans ces conditions, le capital devient rare, et la monnaie s'apprécie.

Pour la plupart, les banques centrales des pays sont indépendantes. Néanmoins, les objectifs qu'elles ont la charge d'atteindre leur sont dictés institutionnellement, de façon plus ou moins précise.

Généralement, c'est à travers la fixation de leurs taux d'intérêt directeurs, que les banques centrales influent sur la demande des ménages et l'investissement des entreprises. Pour effectuer les prévisions macroéconomiques, il est nécessaire de bien anticiper ces taux.

Quand aux décisions des banques centrales, elles se basent sur un processus dont lequel sont mêlé des analyses quantitatives, qui regroupent de multiples données économiques et financières<sup>13</sup> et l'expertise d'un ensemble de décideurs dont l'expérience est reconnue. Malgré la complexité de ce processus, il est possible d'estimer son résultat. C'est dans ce cadre que la littérature économique spécialisée dans le domaine de la politique monétaire a cherché à estimer une fonction de réaction des banques centrales. Cette fonction a pour objectif de relier les taux d'intérêt à des variables clés correspondant aux objectifs des banques centrales.

---

<sup>13</sup> Par exemple : le PIB, la production, l'inflation, le cours des actions...

Depuis toujours, l'inflation est au cœur de ces objectifs. Elle n'est pas la seule à laquelle la banque centrale réagit de facto. Elle est également sensible à l'état de la conjoncture au-delà de son strict impact sur les perspectives d'inflation. Elle réagit en particulier aux évolutions du taux d'utilisation des capacités de production en adaptant sa politique monétaire à l'écart entre la croissance réalisée et la croissance potentielle et au niveau du chômage. Dans un tel contexte, certains auteurs jugent vagues ces objectifs Blinder (2004). Depuis la crise économique de 2008, les banques centrales des pays développés ajustent, également, leurs taux en réaction à des dysfonctionnements des marchés financiers.

Sur le court terme et à travers la communication, la banque centrale livre directement des éléments sur l'évolution probable de son taux d'intérêt directeur. Ainsi, cette communication contient toute l'information pertinente apportée par les variables macroéconomiques déjà identifiées et même un peu plus pour prévoir les variations des taux directeurs à l'horizon d'un mois.

Toutefois, il est intéressant de signaler, dès le départ, qu'en matière de politique monétaire, les approches théoriques, essentiellement, monétaristes et keynésiennes sont convergentes. Elles se caractérisent, particulièrement, par une fracture conceptuelle de l'analyse des mécanismes de réaction des grandeurs réelles aux phénomènes monétaires. Ainsi, selon les monétaristes, un écart positif entre l'inflation effectif et l'inflation anticipée se traduit par une progression des diverses offres de travail et de biens ainsi que des demandes induites de facteurs. A priori, ce résonnement suppose que la politique monétaire affecte les grandeurs réelles à travers cet écart mais tout cesse quand les agents corrigent finalement leurs appréciations erronées. Au final, l'expansion économique née de ces erreurs se dissipe et l'économie revient à sa position de taux naturel. Cette prise en compte de l'écart de l'inflation traduit à la fois la non-neutralité monétaire à court terme et son neutralité à long terme, quand les erreurs d'appréciations sont corrigées. Ce raisonnement semble rejoindre et confirme la logique des anticipations rationnelles initialement développée par les keynésiens. Au final, le même objectif est atteint mais selon deux mécanismes différents.

Afin, de traiter les mécanismes de la réaction des grandeurs réelles aux phénomènes monétaires, on propose l'étude de la relation reliant la monnaie centrale et le circuit des paiements dans une économie.

## 1.1. Relation monnaie centrale et circuit des paiements

### 1.1.1. La monnaie centrale

La monnaie centrale, dite encore « monnaie banque centrale » ou « base monétaire », désigne la monnaie qui a été créée directement par la banque centrale ; il s'agit :

- des espèces (pièces et billets) ;
- des soldes créditeurs des comptes des banques dans les livres (au passif) de la banque centrale, aussi appelés « réserves ».

A partir de cette base monétaire, les banques, par les crédits qu'elles accordent, accroissent la monnaie scripturale et donc la masse monétaire (mécanisme du multiplicateur).

Indiquons préalablement que chaque banque de second rang a un compte inscrit au passif de la banque centrale, libellé dans une forme de monnaie hiérarchiquement supérieure aux autres : la monnaie centrale. Les banques sont toutes tenues de maintenir ce compte dans une position excédentaire.

Il se trouve que les banques sont confrontées à des fuites de monnaie centrale à travers les mécanismes suivants :

En premier lieu, elles doivent satisfaire la demande d'espèces de leurs clients, que fournit exclusivement la banque Centrale. Ainsi, les retraits diminuent la quantité de monnaie centrale détenue par les banques, soit qu'elles puisent dans leurs avoirs en caisse, soit qu'elles soient contraintes de se procurer des billets auprès de la banque centrale, qu'elles règlent alors par l'intermédiaire de leur compte à la banque centrale.

De même, pour satisfaire la demande de devises (qu'elles détiennent en quantité limitée), les banques sont conduites à les acheter à la banque centrale ce qui se traduit par un prélèvement sur leur compte à la banque centrale ;

En deuxième lieu, une partie de la monnaie créée aboutit chez d'autres organismes financiers lors des paiements. Des opérations de compensation globalisent ces mouvements, dont les soldes sont réglés en monnaie centrale à partir de leur compte à la banque centrale.

En troisième lieu, les banques de second rang doivent disposer sur leurs comptes à la banque centrale d'une proportion fixe des dépôts de leurs clients, appelée réserves obligatoires, toute augmentation des dépôts (susceptible de donner lieu à des prêts) crée donc une fuite dans la mesure où elle renforce les besoins de banques en monnaie centrale, et il en va de même de toute révision à la hausse de la proportion de réserves obligatoires.

Parallèlement à ces fuites, la banque prêteuse reçoit des flux monétaires (paiements, dépôt d'espèces) en provenance d'autres banques, ces entrées étant susceptibles de les compenser.

En plus, et du fait de l'existence de très nombreux règlements effectués quotidiennement par les titulaires de comptes bancaires, la banque centrale doit jouer un rôle pivot en matière de traitement centralisé de ces règlements. Cette centralisation, permet d'effectuer toutes les compensations possibles entre les différentes opérations de l'ensemble des banques, sans lesquelles le système ne serait pas gérable. Ainsi, la banque centrale est qualifiée de banque des banques.

Pour ce qui est des instruments de pilotage de la création monétaire, plutôt qu'une maîtrise normée du crédit, les banques centrales utilisent désormais des instruments qui agissent sur la liquidité des banques, c'est-à-dire sur la somme de leurs avoirs en monnaie banque centrale, pour parvenir à piloter l'évolution des taux d'intérêt et la création monétaire. Il s'agit donc d'un contrôle indirect exercé à travers un certain nombre de mécanismes discrets où pas.

Ainsi, si la banque centrale estime que la croissance de la masse monétaire est excessive, elle réduit la liquidité bancaire en augmentant les besoins en monnaie banque centrale où en les renchérissant, notamment en asséchant le marché interbancaire et/ou en augmentant le coût du refinancement.

Réciproquement, si la banque centrale estime que la création monétaire est insuffisante, elle augmente la liquidité bancaire en diminuant les besoins en monnaie banque centrale ou en les rendant meilleur marché, notamment en apportant des liquidités sur le marché interbancaire et/ou en diminuant le coût du refinancement. Dans les deux cas, la banque centrale agit sur les volumes et/ou les prix.

Cependant, on signale, en termes de liquidité bancaire, il existe une distinction entre, ce que la littérature bancaire appelle, liquidité de financement et liquidité de marché. Généralement, la liquidité bancaire est considérée comme étant la capacité à faire face à ses obligations de trésorerie suivant leur échéance. Mais elle peut être diversement définie.

La littérature bancaire a tout d'abord retenu une définition étroite de la liquidité, également appelée liquidité de financement. Cette notion recouvre la liquidité (c'est-à-dire les espèces ou les actifs susceptibles d'être convertis rapidement en espèces et détenus à cet effet) nécessaire pour satisfaire les demandes de retraits de fonds à court terme émanant des contreparties ou pour couvrir leurs opérations. Cette dimension de la liquidité est

vraisemblablement prédominante dans le cadre de l'activité de transformation, de l'épargne à court terme en prêts à long terme, telle qu'elle est traditionnellement pratiquée par les banques.

La seconde définition, plus large, de la liquidité bancaire considère que les banques sont également impliquées, parfois fortement, dans la négociation d'actifs. Cette seconde dimension, plus proche de la liquidité de marché, et parfois également qualifiée ainsi, a trait à la capacité des banques à, littéralement, liquider un actif non monétaire, par exemple un titre d'investissement acquis à l'origine pour être détenu jusqu'à l'échéance, dans le cadre d'une action en dernier ressort afin de lever des fonds en monnaie de banque centrale.

Par ailleurs, on signale qu'en matière d'instruments de liquidité bancaire les banques centrales utilisent, d'une manière discrète un instrument de second rang, c'est celui des réserves obligatoires<sup>14</sup>. Initialement créées dans un but prudentiel, elles sont ensuite devenues un instrument central de politique monétaire<sup>15</sup> : en modifiant les coefficients de réserve, la banque centrale agit directement sur la liquidité bancaire.

Mais les politiques actives de réserve obligatoires, autrefois fréquentes, n'existent aujourd'hui que dans les pays en voie de développement. A présent, les banques centrales des pays développés ne réajustent les coefficients de réserve qu'à intervalles très éloignés et privilégient les politiques de taux directeur, même si les réserves y conservent un rôle structurel de pression sur la liquidité bancaire. C'est l'un des effets d'une mondialisation accélérée des marchés financiers. Ceci étant, il faut connaître comment s'opèrent les opérations de refinancement en termes de liquidité bancaire.

### 1.1.2. Les opérations de refinancement

Pour mener à bien les opérations de refinancement, les autorités monétaires disposent de deux types d'actions : des actions sur la politique des taux directeurs et actions pour la stabilité financière.

#### 1.1.2.1. La politique des taux directeurs

Les principales banques centrales interviennent essentiellement au travers d'opérations de refinancement, donnant lieu à un pilotage de la masse monétaire en circulation à travers la fixation du niveau des taux directeurs.

---

<sup>14</sup> Il est connu, dans la littérature, que les réserves obligatoires sont des dépôts obligatoires des établissements financiers auprès de la banque centrale. Rémunérées ou non selon les pays, leur montant constitue généralement un pourcentage (coefficient de réserve) de l'encours de leurs dépôts, le plus souvent de leurs dépôts à court terme.

<sup>15</sup> Nous y reviendrons sur ce point dans la deuxième section de ce chapitre.



Le principe d'utilisation de cet instrument est simple : on sait que si le taux d'intérêt s'élève, le coût du crédit augmente et, en principe, les agents économiques devraient moins emprunter (puisque c'est plus cher). Le résultat escompté est donc de freiner la création monétaire de la part des banques (quand elles accordent des crédits) et de freiner la croissance de la demande (consommation et investissement). Au total, cette politique doit freiner l'inflation et ralentir la croissance économique. On peut faire le raisonnement inverse pour une baisse du taux d'intérêt.

La façon avec laquelle la banque centrale peut agir sur le taux d'intérêt est que celle-ci peut intervenir directement sur le marché monétaire (open market) en offrant ou en demandant des capitaux (ce qui agit directement sur le taux d'intérêt). Le raisonnement est le suivant : si la banque centrale met en vente des titres sur le marché monétaire, elle absorbe des liquidités sur ce marché, ces liquidités deviennent donc plus rares et, forcément, plus chères, ce qui signifie que le taux d'intérêt s'élève. D'autre part, la banque centrale peut également manipuler le taux d'intérêt directeur (son propre taux), ainsi elle agit sur les prêts qu'elle accorde aux banques. En effet, si les banques ont besoin d'emprunter de l'argent à la banque centrale à un taux élevé se qui les obligent, automatiquement, à augmenter leurs taux d'intérêts d'emprunt à des niveaux supérieur à celui qu'elles devront payer à la banque centrale.

Au final, les opérations de refinancement consistent en un prêt de monnaie centrale garanti par des transferts de titres, avec engagement de reprise à terme.

Schématiquement, une baisse des taux améliore la liquidité des banques qui, se refinançant à un moindre coût, améliorent normalement les conditions qu'elles proposent aux ménages et aux entreprises, ce qui est favorable à l'activité mais peut aussi exercer une pression à la hausse sur le niveau des prix. Réciproquement, une élévation des taux directeurs est de nature à rehausser les taux imposés aux débiteurs, ce qui pèse sur l'activité et le niveau des prix.

L'évolution récente du principal taux directeur de la Fed et de la BCE souligne le rôle contra-cyclique assigné à la politique monétaire, de façon assez spectaculaire, dans la crise financière<sup>16</sup>.

#### 1.1.2.2. La stabilité financière

L'un des rôles premiers des banques centrales est d'assurer la stabilité financière, c'est à dire le bon fonctionnement des marchés financiers et des systèmes de paiement. Dans ce

---

<sup>16</sup> Nous y reviendrons sur ce point lors de l'analyse des politiques monétaires non conventionnelles.

contexte, elles sont le fournisseur ultime de la liquidité ou, autrement dit, le prêteur en dernier ressort. Cette fonction de "prêteur en dernier ressort" a été un rôle fondamental des banques centrales depuis le 19<sup>ème</sup> siècle. Son but est de prévenir ou d'atténuer l'instabilité en apportant un soutien en matière de liquidité, soit à des institutions financières (IF) particulières soit aux institutions de marché financier(IMF)<sup>17</sup>. Ce soutien, peut être considéré comme une aide au financement d'urgence pour laquelle la banque centrale et d'une manière discrétionnaire, peut fournir un prêt ou une avance aux institutions financières et au marché financier qui font face à des problèmes de liquidité.

En tant que telles, les interventions des banques centrales consistent à accorder, à titre exceptionnel et dans des situations de crise particulières, à l'instar de la dernière crise financière mondiale, des prêts à court terme aux banques commerciales confrontées à d'importants problèmes de liquidité. Cette suggestion est notamment validée par des travaux théoriques et empiriques, qui relèvent que parmi toutes les causes possibles de fluctuations, seule l'impulsion monétaire peut représenter un choc d'ampleur suffisante Lucas R. (1996). Dans le même ordre d'idées, Cecchetti S. (1997), montre que l'expérience de la grande dépression de 1929 invite les banques centrales à rester attentives à leur rôle de prêteur en dernier ressort en cas de crise, financière ou d'autre nature. Cette recommandation a été suivie par les banques centrales modernes comme à l'occasion du Krach boursier de 1987, après septembre 2001 ou en août 2007 lors de la crise des crédits hypothécaires. C'est en fait le caractère exogène de certaines décisions de politiques monétaires influentes qu'il faut considérer.

En définitive, parallèlement à la recherche de la stabilité monétaire<sup>18</sup>, la banque centrale intervenait dans le maintien de la stabilité financière au sens étroit. Elle approvisionnait le marché interbancaire en liquidités, afin de maintenir le taux au jour le jour au plus près du principal taux directeur et d'en limiter ainsi la volatilité de ce marché. Ainsi les raisons pour lesquelles les banques ont besoin de monnaie centrale sont déterminées et du fait que la banque centrale est la seule à créer de la monnaie centrale, celle-ci joue dès lors un rôle important qui mérite d'être approfondie à travers l'étude de ses fonctions et métiers.

---

<sup>17</sup> Les IF peuvent faire face, à court terme, à des risques de manque de liquidité où pourraient souffrir d'une pénurie de liquidité inattendue. Les IMF font également face à un risque de liquidité, notamment en cas de défaillance d'un de leurs participants, nécessitant de convertir les titres reçus en garantie en espèces pour répondre aux défaillances d'obligations de paiement. Alors que ces IMF doivent disposer de ressources financières adéquates et des arrangements pour gérer des scénarios extrêmes mais plausibles.

<sup>18</sup> Nous y reviendrons sur ce point dans la deuxième section de ce chapitre.

## 1.2. Fonctions et métiers de la Banque centrale

Selon (Blinder, 2010), les banques centrales ont habituellement les responsabilités suivantes:

- Conduire la politique monétaire, en étant autorisées à exercer la fonction de prêteur en dernier ressort (PDR) dans certains cas exceptionnels ;
- Assurer la stabilité financière (éviter et limiter les paniques), en ayant la possibilité d'exercer la fonction de PDR de manière moins limitative que dans le cadre de la précédente mission ;
- Superviser et réglementer les activités des banques, une mission de moins en moins exercée au sein même de la banque centrale, mais par l'intermédiaire d'agences ;
- Assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement, avec, ici aussi, la possibilité d'exercer la fonction de PDR.

La première correspond à leur mission relative à la stabilité monétaire ; les trois autres à celle qui est la leur en matière de stabilité financière. Aussi peut-on résumer l'ensemble de leur action en disant que le thème central des fonctions d'une banque centrale contemporaine est d'assurer la stabilité – celle du pouvoir d'achat de la monnaie du pays et celle de son système financier<sup>19</sup>.

Ainsi, sont connues les responsabilités de la banque centrale, reste maintenant à connaître comment peut-elle les exercer ?

### 1.2.1. Formulation et mise en œuvre de la politique monétaire

Si la mise en œuvre de la politique monétaire est du ressort de la banque centrale, ce n'est pas toujours le cas de la définition des objectifs et des modalités d'intervention. Dans certains cas, la banque centrale ne fait que mettre en œuvre la politique définie par le gouvernement, dans d'autres, elle la définit. Le pouvoir de décision en matière de politique monétaire peut donc ou non être du ressort de la banque centrale.

Globalement, dans le cadre de la mise en œuvre d'une politique monétaire, la banque centrale doit collecter les informations statistiques relatives à la monnaie et aux finances nécessaires à la définition et la mise en œuvre de cette politique monétaire (calcul des agrégats monétaires, contreparties de  $M_3$ , balance des paiements, statistiques concernant les marchés de capitaux et les taux d'intérêt...). A cet effet, le rôle de la banque centrale, en matière de définition de la politique monétaire, est de mettre, essentiellement, l'accent sur la gouvernance de la politique monétaire dont dépend la crédibilité de celle-ci. Une crédibilité dont la

---

<sup>19</sup> Gerry Corrigan, ancien Président de la Banque fédérale de réserve de New York, cité par Betbèze, J. P., Bordes, C., Soubeyran, J. C. et Plihon, D. (2011) p. 25.

contrepartie institutionnelle est l'indépendance de la banque centrale. Cette indépendance engage la responsabilité de cette banque centrale. En fin, l'indépendance nécessite le plus souvent la prise de décision par un comité de politique monétaire<sup>20</sup>. Outre la politique monétaire, la banque centrale d'un pays a un rôle important en matière d'opération de change.

### 1.2.2. Les opérations de change

La banque centrale gère pour le compte de l'État, ses réserves de change en or et en devises. La gestion des réserves de change consiste à assurer la conservation de l'or et à placer les devises de façon à obtenir une rémunération. D'autre part, c'est à lui que revient la défense du taux de change surtout dans le cadre d'un régime de change fixe ou il devient une obligation de la banque centrale.

En ancrant le taux de change comme objectif ou encore comme moyen pour les autorités monétaires, la littérature sur la politique de taux de change distingue généralement deux grands systèmes de change : fixe et flexible. En effet, le choix d'un régime de change est très important pour réaliser des ajustements macroéconomiques nécessaires et définir en conséquence les politiques économiques correspondantes. Il dépend également des modalités d'insertion de l'économie nationale dans l'économie mondiale, de la structure de ses échanges commerciaux et de son intégration dans les circuits financiers internationaux.

Contrairement à un système de change fixe, où la banque centrale s'engage à défendre la valeur de sa devise, un régime de change flottant ne présuppose pas l'intervention de la banque centrale pour influencer sur le cours de sa monnaie. La politique monétaire peut ainsi être dédiée à d'autres fins domestiques, comme le soutien à l'activité, le contrôle de l'évolution des prix, ou encore la stabilité financière.

#### 1.2.2.1. Les mécanismes d'interventions en matière de change de la banque centrale

Théoriquement, tout échange entre un résident et un non résident conduit à échanger de la monnaie nationale contre des devises ou inversement. Si le solde de cet échange est en faveur des résidents, dans ce cas ils vont recevoir des devises de la part des non résidents. Ces devises vont être cédées aux banques des résidents qui, à leur tour, vont les vendre sur le marché des changes. La demande de la monnaie nationale contre devises va donc s'élever par rapport à l'offre de monnaie nationale contre devises, d'où une appréciation de la monnaie nationale. La

---

<sup>20</sup> Nous traiterons ces points lors des analyses du deuxième chapitre.

banque centrale peut intervenir en achetant des devises contre de la monnaie nationale afin de rétablir le cours de la monnaie nationale. Dans ce cas, les réserves de change de la banque centrale augmentent. Si les banques des résidents vendent leurs devises sur le marché des changes, la banque centrale crédite les comptes courants de ces banques chez elle. Il y a création de monnaie centrale dont la contrepartie à l'actif est constituée par les réserves en devises de la banque centrale.

Dans le cas où le solde de l'échange est en faveur des non résidents, c'est l'inverse qui se produit. Car les résidents vont devoir acheter des devises à leurs banques qui vont se les procurer sur le marché des changes contre de la monnaie nationale. Ce mouvement d'achat se traduit par un déséquilibre entre l'offre et la demande de la monnaie nationale. Pour stabiliser sa valeur, et rétablir l'équilibre entre offre et demande de monnaie nationale, la banque centrale peut intervenir en demandant de la monnaie nationale et donc en vendant des devises. Elle va débiter le compte des banques chez elle pour la contre valeur en monnaie nationale des devises qu'elle a vendues. Il y a donc destruction de monnaie centrale.

#### 1.2.2.2. Régime de change et défense du taux de change

L'intervention de la banque centrale, en matière de taux change, dépend de la nature du régime de change. Ainsi dans le cadre d'un régime de change fixe, la banque centrale est obligée d'intervenir sur le marché des changes pour défendre la parité de sa monnaie par rapport aux autres monnaies. Cependant, dans le cadre d'un régime de change dit variable ou flottant<sup>21</sup>, si le cours de la monnaie nationale par rapport aux autres monnaies varie sur le marché des changes, l'intervention de la banque centrale n'est pas impérative. Néanmoins et d'une manière exceptionnelle, les opérations des banques centrales sur le marché des changes se sont multipliées depuis le début des années 2010, malgré la libéralisation continue de ce marché et sa taille (Banque des règlements internationaux – déc. 2016). Ces interventions sont à la fois observées dans les pays émergents (en Russie, en Inde, en Turquie), mais également dans les pays développés (en Suisse, en Suède ou au Danemark).

Les effets directs du contrôle de la volatilité d'une devise sont multiples et leurs enjeux sont importants, surtout, pour les pays émergents et en développement. Il est possible d'en distinguer deux. En premier lieu, un enjeu de compétitivité sur le plan commercial afin d'éviter une appréciation défavorable aux exportations. En deuxième lieu, un enjeu financier du point de

---

<sup>21</sup> Dans lequel il n'existe pas une parité officielle. Le cours de la monnaie par rapport aux autres monnaies se forme par confrontation entre les offres et les demandes des monnaies les unes par rapport aux autres sur le marché des changes.

vue de l'endettement c'est-à-dire que toute dépréciation accroît mécaniquement l'endettement, celui-ci étant surtout contracté en devises dans les pays émergents et en développement. Pour intervenir sur le marché des changes, les banques centrales disposent classiquement de deux instruments: les taux d'intérêt et les réserves de change. L'efficacité de ces instruments dépend à son tour des capacités de ces banques centrales à peser sur le marché des changes et de leur crédibilité institutionnelle.

### 1.2.3. Les services rendus par la banque centrale à la collectivité

Parmi les nombreux services rendus par la banque centrale à l'ensemble de l'économie du pays, on peut distinguer ceux rendus au système financier et ceux destinés à des agents spécifiques.

#### 1.2.3.1. Les services rendus au système financier

D'une manière plus synthétique, dans le cadre de ces services on peut dire qu'en plus de sa mission d'émettrice de billets et de veille sur leur qualité de fabrication et de l'approvisionnement des banques secondaires, la banque centrale assume la fonction de surveillance du système financier et rend également des services destinés à certains agents spécifiques.

De ce fait, la banque centrale est chargée de la surveillance des moyens de paiement scripturaux, des systèmes de paiement et des systèmes de titres. Plus généralement, par sa présence dans les autorités de contrôle du système bancaire et financier, elle participe à la surveillance du système financier du pays<sup>22</sup>. Son pouvoir est régit par la loi de sécurité financière en vigueur dans chaque pays. Mais généralement, il porte sur les normes qui sont destinées à garantir la liquidité et la solvabilité des établissements de crédit à l'égard des déposants ainsi que l'équilibre de leur structure financière. Son rôle est de veiller à l'application des lois en matière de:

- Conditions générales de l'activité des banques (montant du capital minimum, conditions de prise de participation dans les établissements de crédit, conditions d'implantation des réseaux...);
- Caractéristiques des opérations des établissements de crédit (rémunération des comptes et plus généralement conditions des opérations effectuées avec la clientèle);
- Normes de gestion que doivent respecter les établissements de crédit dans le cadre de la réglementation prudentielle visant à assurer la sécurité des établissements, des déposants et des emprunteurs.

---

<sup>22</sup> Sans entrer dans les détails techniques de sa démarche ni dans le cadre législative qui régit cette fonction qui diffère selon la législation des différents pays.

En plus de ses services, la banque centrale assume aussi une fonction de services auprès de certains agents spécifiques (l'État et aux collectivités publiques, aux banques,).

### 1.2.3.2. Les services rendus à certains agents spécifiques

La banque centrale rend des services à l'État et aux collectivités publiques, et aux banques.

Pour ceux rendus à l'État et aux collectivités publiques, du fait que la banque centrale s'est affirmée en qualité de banquier de l'État, elle tient ainsi le compte courant du trésor public par lequel les opérations de paiement et d'encaissements des comptables publics transitent dans le cadre d'un contrat de service public signé avec l'État. En qualité de banquier de l'État, elle effectue différentes opérations de caisse pour le compte de l'État (fourniture des billets au trésor, règlement des traitements des fonctionnaires ainsi que des marchés de l'État et des collectivités publiques, vente à l'État de devises dont il a besoin).

Cependant, pour ce qui est des services rendus aux banques on peut citer :

- La banque centrale gère un compte courant au nom de chaque banque dont le solde est obligatoirement créditeur (réserves obligatoires). C'est à travers ces comptes que s'effectuent les règlements entre banques et entre banques et autres agents financiers.
- Elle refinance par ailleurs les banques commerciales dans les conditions fixées par les lois de chaque pays.
- Elle assure la centralisation des risques bancaires au sein du service central des risques bancaires. A cet effet, elle permet aux banques de connaître avec précision l'état global d'endettement de leurs clients, parmi les entreprises, ainsi elles limitent leurs risques d'insolvabilité.

## 1.3. Objectifs de la banque centrale

Généralement, les grands objectifs de la banque centrale sont exprimés à travers sa politique monétaire. Cependant, parmi les économistes et les banquiers centraux, il y a un consensus autour de l'idée que l'objectif essentiel de la banque centrale est d'assurer la stabilité des prix afin de garantir une croissance plus élevée et plus au moins stable. Dans ce cadre, c'est à la politique monétaire poursuivie par la banque centrale qu'il est assigné cet objectif de stabilité des prix<sup>23</sup>. Il est possible ici de dire que la plupart des banques centrales dans le monde voient dans la politique monétaire le moyen qui leur permet d'atteindre cet objectif, sans négliger les attentes des agents économiques qui attachent une importance à la stabilité de la production et

---

<sup>23</sup> La politique monétaire menée par la banque centrale n'est pas réductrice à cet objectif, mais certainement elle est efficace sur ce point.

des revenus à travers ce qu'il est appelé les anticipations. La primauté de l'objectif de stabilité des prix, sur lequel l'action de la banque centrale est jugée, ne signifie cependant pas que l'activité économique est négligée. En effet, contrairement à ce qu'avancent les opposants à l'objectif de stabilité des prix, cette stratégie de politique monétaire laisse une marge de manœuvre raisonnable à la banque centrale pour lui permettre de réguler l'activité économique. Cette marge de manœuvre est d'autant plus importante que la fourchette cible est large et que l'horizon pour la réalisation de l'objectif d'inflation est lointain.

La littérature sur les objectifs de la politique monétaire a cherché à résoudre le problème de la détermination du nombre d'objectifs entre lesquels, les banques centrales, doivent arbitrer pour mener à bien leurs tâches de réalisation de la politique économique. Parfois, ces objectifs sont contradictoires et plus nombreux que les instruments de régulation économique.

Dans la pratique, le rôle dévolu à une banque centrale est complexe car elle doit tenir compte de plusieurs objectifs potentiellement contradictoires :

- contrôler l'inflation, notamment par l'action sur les taux d'intérêt ;
- lisser les cycles économiques en coordination avec la politique budgétaire (policy-mix), notamment afin d'éviter un chômage excessif; ce lissage peut conduire la banque centrale à tolérer transitoirement le maintien d'une inflation supérieure à son objectif ;
- fournir des liquidités, en refinançant à court terme les banques pour faire face à leurs échéances immédiates, afin d'assurer le bon fonctionnement et la stabilité du système financier

Dans la pratique, les banques centrales ne disposent pas nécessairement de suffisamment d'instruments (taux d'intérêt, réserves obligatoires imposées aux banques privées...) pour atteindre simultanément leurs objectifs. En effet, idéalement, une institution ne doit pas, comme l'a montré Tinbergen (1952), avoir plus d'objectifs que d'instruments. Leurs objectifs pouvant entrer en conflit, les banques centrales doivent arbitrer entre eux ou, le plus souvent, mener une politique monétaire constituant un compromis entre ces objectifs.

Une lecture de la littérature économique conduit à établir, à travers, plusieurs manières, un lien positif entre l'objectif de stabilité des prix et la stabilité de la production et des revenus. Bien que, les approches des fonctions de réaction de la banque centrale et de la formulation de la politique monétaire remontent loin, dans l'histoire de la pensée économique, c'est vraisemblablement à la suite des travaux de Taylor (1993) que les académiciens et les praticiens se sont véritablement intéressés à ses avantages. Ainsi, ces approches sont devenues une partie intégrante des modèles employés par les banques centrales et sont souvent adaptées pour maximiser le bien être économique. A cet effet, Landais. B (2008) fait un tour d'horizon des études théoriques et empiriques en la matière et prolonge ces analyses en affirmant que la



politique monétaire doit contribuer à la stabilité des prix tout en stabilisant l'économie réelle à condition de respecter les préférences et les intérêts des acteurs économiques. Ainsi, la banque centrale conduit son action en partant de ce double objectif qui est pour certain un objectif dual. Traditionnellement, ce double objectif est connu, chez les spécialistes, sous l'appellation de la fonction « objectif » qui peut être représentée sous différentes formes mathématiques, toutes transformant en mesures de bien-être les valeurs prises par les variables choisies comme objectif.

De nombreuses propositions formelles ont été faites dans ce sens. Ainsi, en s'inspirant de la forme proposée par Landais. B (2008), on utilise la forme exprimée comme une fonction de perte suivante :

$$L = a (y - y^*)^2 + (1 - a)(\pi - \pi^*)^2 \quad (1.1)$$

Ou  $\pi$  est le taux effectif d'inflation ;

$\pi^*$  : la cible à atteindre en terme d'inflation ;

$y$  : le niveau du produit réel ;

$y^*$  : la cible de produit ou encore le produit potentiel qui traduit les anticipations des agents économiques.

Les pondérations [ $a$  et  $(1 - a)$ ] sont les poids respectifs attribués aux deux objectifs par la banque centrale.

Ainsi, si la banque centrale favorise l'objectif de la stabilité économique réelle par rapport à celui de la stabilité des prix, elle doit octroyer au coefficient ( $a$ ) une valeur faible ce qui minimise l'importance de celui-ci dans la fonction de perte ( $L$ ), ce qui donne au différentiel d'inflation une importance élevée. Donc, tout écart entre les valeurs effectifs du produit réel et sa cible ou entre celles du taux effectif d'inflation et sa cible contribuent à l'augmentation de cette perte ou tout simplement à la réduction de la satisfaction. Quand à la prise en compte de ces écarts, en termes de leurs valeurs au carré, elles s'expliquent par le fait d'éviter une compensation entre les écarts positifs et négatifs. Ce qui met les dépassements au même niveau que les écarts négatifs. Certes, l'objectif de toute banque centrale est de minimiser cette fonction de perte.

Pour illustrer ce point, il suffit de reprendre le fil du travail présenté par de nombreux auteurs qui ont jugé de la performance de ce double objectif et ont remarqué que si un objectif double entraîne une double réaction, l'inverse n'est pas forcément vrai. Ces mêmes auteurs, constatent qu'une banque centrale qui ne s'occuperait que de l'inflation (avec  $a = 0$ ) pourrait réagir à un écart de produit réel dans la simple mesure ou ce dernier laisse présager à terme plus ou

moins proche d'une inflation plus élevée<sup>24</sup>. Dans ce cas, la réaction de la banque centrale consiste à resserrer sa politique monétaire afin de réduire un écart positif par rapport au produit potentiel, par exemple. Ceci traduit le fait qu'elle redoute des tensions inflationnistes.

En définitive, les banques centrales peuvent être classées selon leurs préoccupations réelles ou avouées. Sans rentrer dans les détails de ces préoccupations, rappelons d'une manière synthétique les grandes lignes des principales stratégies des banques centrales en matières d'objectifs.

Certaines banques centrales accordent désormais une attention particulière à une stratégie appelée duale et se préoccupent essentiellement des risques de récession ou plus généralement de l'instabilité réelle. Dans ce cas, la stratégie des banques centrales se manifeste à travers une succession de baisses de son taux d'intervention à l'instar des enseignements de la Fed dès le début des années 2000 et après la crise de 2008. Ce type de stratégies a été dicté par l'anticipation d'une récession. Dans ce cadre, les autorités monétaires préfèrent relâcher leur politique monétaire dans un futur proche pour faire face aux conséquences du ralentissement et parce que l'inflation sera moins pressante.

Par contre, d'autres banques centrales adoptent une stratégie dite plus rigide axée uniquement sur le contrôle de l'inflation. C'est-à-dire l'engagement dans le ciblage de l'inflation. Comme le signale B. Landais (2008), derrière ce type de stratégie, il n'est pas possible d'évaluer les préoccupations réelles et que bien des banques centrales, engagées dans le ciblage d'inflation, sont néanmoins contraintes de se positionner sur le plan des conséquences réelles de leurs politiques. Ce positionnement leur permet de choisir quand même des mécanismes d'ajustement afin d'atteindre la cible choisie au départ. Enfin, la banque centrale doit rendre compte de son action, en ce sens qu'elle doit s'expliquer sur les écarts observés a posteriori entre ses prévisions d'inflation et les réalisations, et indiquer les remèdes envisagés pour y pallier en cas de non-réalisation de l'objectif d'inflation qui lui a été assigné. Ce devoir de transparence de la banque centrale est au cœur de la politique de ciblage d'inflation, et contribue à réduire l'incertitude quant aux orientations futures de la politique monétaire tout en renforçant la crédibilité et la responsabilité de la banque centrale.

Cependant, on signale l'existence de quelques débats, sur l'éventualité de l'adoption de la stratégie de ciblage de l'inflation au sein des économies émergentes. Pour certains, cette stratégie de politique monétaire est un bon moyen de juguler l'inflation au sein de ces pays, alors que pour

---

<sup>24</sup> Landais. B. (2008) : Leçons de politique monétaire. Edition de boeck Université. Bruxelles. P.223.

d'autres l'adoption du ciblage d'inflation est prématurée, voire inappropriée<sup>25</sup>. Cette dernière vision a longtemps été celle partagée par le Fonds Monétaire International (FMI), qui voyait dans le ciblage d'inflation un cadre de politique monétaire inapproprié et trop contraignant pour les pays émergents.

Avec les performances d'inflation relativement satisfaisantes affichées par les pays émergents cibles d'inflation, cette question s'est peu à peu diluée. Plus encore, devant les résultats prometteurs des pays émergents cibles d'inflation, le ciblage d'inflation est devenu le cadre de politique monétaire préconisé par le FMI (depuis 2006), qui n'hésite plus à proposer son appui technique et financier aux pays émergents souhaitant l'adopter.

En fin, en note l'existence de certaines banques centrales qui adoptent une stratégie qualifiée par les spécialistes d'hybride avec hiérarchisation des objectifs. Cette stratégie consiste en le choix, par les banques centrales, à la fois d'une stabilité des prix et d'une stabilité de l'économie réelle. Mais au même moment, elles hiérarchisent plus ou moins fortement les deux objectifs, généralement en choisissant de privilégier la lutte contre l'inflation. En effet, cette stratégie s'apparente à la politique menée par certaines banques centrales qui, par ailleurs, déterminent le ciblage d'une zone d'inflation. A partir ou du moment où cette zone est déterminée, le caractère hiérarchique de ce dispositif dépend de la fourchette des valeurs d'inflation proposées. Au fur et à mesure que cette zone d'inflation s'élargit, la priorité se renverse au profit de l'objectif de stabilité réelle.

Cependant, il serait injuste de prétendre que les économistes ont négligé d'examiner d'autres objectifs dits secondaires et leurs effets sur la conduite d'une stratégie de la banque centrale. Par exemple, on peut citer le lissage des taux d'intérêt, pour éviter que ces taux ne connaissent des variations trop brutales où la stabilité du système financier. Ce type de préoccupation est simple à inscrire dans la fonction de réaction sous forme d'un terme de taux d'intérêt décalé. Dans ce cadre, les travaux empiriques retiennent, généralement, la suggestion suivante : il suffit que la banque centrale fixe l'instrument du taux d'intérêt à un niveau intermédiaire entre le taux en (t-1) est celui qu'imposerait en (t) à la seule considération des deux objectifs traditionnels à savoir : la stabilité des prix et celle de l'économie réelle. Dans le même contexte, ce dispositif peut servir l'objectif de la stabilité du système financier et ceci en choisissant une faible amplitude des taux d'intérêt entre les périodes (t-1) et (t).

---

<sup>25</sup> Nous reviendrons sur l'analyse détaillée de cette stratégie de politique monétaire dans le chapitre 2 de notre travail.

Ainsi, les espoirs mis dans le lissage des taux d'intérêt pour remplir le rôle d'objectif secondaire ont été très tôt encourageants, ce qui a conduit les théoriciens à faire figurer directement la variance du taux d'intérêt dans la fonction de perte de la banque centrale, marquant ainsi son caractère d'objectif à part entière.

A ce propos, Landais. B. (2010) conclut : parce que les banques centrales ne peuvent pas mettre tous les objectifs finaux sur le même plan et leur accorder la même importance, laisse à croire que leurs dirigeants n'ont qu'un objectif en tête même lorsque les textes officiels ne leur en assignent pas plus. Mais il reconnaît et honore le principe de dualité des objectifs finaux de la banque centrale.

Plus récemment, suite à la crise financière mondiale, la littérature économique s'est davantage penchée sur un possible arbitrage entre la stabilité macroéconomique et la stabilité financière. Pour certains, les actions d'assouplissement, de la part des plus grandes banques centrales, de leurs politiques monétaires lors des récessions contribuerait à alimenter les futures crises financières. Au contraire, d'autres, notamment des économistes de la Banque des Règlements Internationaux, appellent les banques centrales à adopter un objectif de stabilité financière. De sa part, Svensson L. (2016) estime que les coûts d'une telle politique excèderaient ses bénéfices.

Dans une enquête internationale auprès d'économistes et de banquiers centraux, Betbèze J.P. et al. (2011)<sup>26</sup> ont posé une question centrale concernant l'articulation entre deux objectifs que la politique monétaire peut assurer, à savoir : la stabilité monétaire (appréhendue le plus souvent à partir du taux d'inflation) et la stabilité financière. Il apparaît que :

- Les approches des deux échantillons se retrouvent sur deux points :
- ✓ la nécessité de réduire l'instabilité financière,
- ✓ le besoin d'une meilleure liaison entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle chargée, grâce à des mesures préventives adéquates, d'éviter les crises bancaires et financières de nature systémique (par différence avec la politique microprudentielle, qui désigne la supervision et le contrôle des établissements financiers sur une base individuelle).

---

<sup>26</sup> Betbèze, J. P., Bordes, C., Soubeyran, J. C. et Plihon, D. (2011) : Le « central banking » après la crise : deux lectures d'une enquête internationale auprès d'économistes et de banquiers centraux. Rapport sur « Banques centrales et stabilité financière » Paris.

Cependant, elles se séparent sur les voies et moyens de réalisation de tels objectifs.

- l'approche des gouverneurs de banques centrales :
  - ✓ prônent pour la séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle, chacune étant confiée à des organismes distincts ayant en charge pour l'un la stabilité monétaire, pour l'autre la stabilité financière.
  - ✓ ils insistent également sur l'indépendance, la transparence et la responsabilité (au sens de l'accountability des Anglo-saxons) de la banque centrale. Tout en insistant sur certaines de ces exigences, en particulier la responsabilité.
- l'approche des économistes plaide pour :
  - ✓ un changement et une intégration de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle, l'une et l'autre étant confiées si possible à la même institution,
  - ✓ une meilleure articulation entre les objectifs associés.

L'importance accordée par les banquiers centraux à la séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle ainsi qu'à l'indépendance, la transparence et la responsabilité paraît justifiée à la lumière de leur expérience historique de gouvernance et au degré de crédibilité dont ils inspirent.

D'autre part, cette étude signale que la question de la séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle ne veut pas dire pour autant que chaque politique doit être conduite en ignorant l'autre. En particulier, la politique monétaire devra prendre en compte l'incidence des mesures macroprudentielles sur le crédit et, plus généralement, sur les mécanismes de transmission des variations de taux directeurs. Dans ce cas, elle est contrainte à réagir à la fois à l'évolution des conditions économiques (inflation et activité économique), et à celle des conditions financières (crédit et primes de risque).

En conclusion de cette section, on a vu les raisons pour lesquelles les banques ont besoins de monnaie centrale et les mécanismes avec lesquels elles peuvent l'obtenir. Dans la mesure où elle est la seule à créer la monnaie centrale, la banque centrale joue dès lors un rôle important dans l'unification du circuit des paiements nationaux, en matière de politique monétaire et de gestion des réserves de change et fournit aussi des services à la collectivité.

D'autre part, on signale que de nombreux travaux théoriques et empiriques, notamment ceux développés par les monétaristes et les nouveaux classiques, ont depuis longtemps reconnu que les économies et les systèmes financiers des pays développés ont connu des bouleversements

tellement importants qu'ils sont susceptibles de modifier la transmission de la politique monétaire et ainsi les arbitrages auxquels les banques centrales font face. Ces bouleversements ont été accélérés par la rapidité du rythme de la poursuite de deux phénomènes à savoir : la libéralisation et l'innovation financières. De fait, avec ces deux phénomènes le crédit immobilier s'est développé et l'endettement des ménages s'est accru, ce qui a pu renforcer les effets de la politique monétaire sur les marchés de l'immobilier et du crédit hypothécaire via les canaux du taux d'intérêt et du bilan. L'importance de ce constat doit attirer l'attention des autorités monétaires sur un fait nouveau ; c'est que des institutions autres que les banques sont entrain de jouer un rôle de plus en plus important dans l'intermédiation financière.

## Section 2. La politique monétaire : définition et mise en œuvre

### Introduction

Parmi les économistes et les banquiers centraux il y a consensus autour de l'idée que la politique monétaire est l'ensemble des moyens dont disposent les Etats ou les autorités monétaires, pour agir sur l'activité économique par l'intermédiaire de l'offre monétaire. L'objectif annoncé et le mieux approprié est, en règle générale, celui d'assurer la stabilité des prix qui est considérée comme un préalable au développement de l'activité économique, en essayant si possible d'atteindre d'autres objectifs de croissance, de plein emploi et d'équilibre du commerce extérieur. Cette idée a occupé une place éminente dans l'analyse économique, avant que la crise économique de 2008 ne la modifie en intégrant l'évolution des conditions financières dans la conduite de la politique de taux d'intérêt des banques centrales.

Néanmoins, en termes de tendances d'évolution de la politique monétaire on peut distinguer deux tendances majeures : Jusqu'à la fin des années 1970, la politique monétaire a été généralement utilisée comme un instrument de régulation conjoncturelle, elle participait donc à "la relance" quand c'était nécessaire, à "la rigueur" autrement. Depuis le début des années 1980, les banques centrales ont de plus en plus souvent obtenu leur indépendance et ont mené des politiques monétaires d'inspiration libérale, visant pour l'essentiel la stabilité des prix.

Cependant, il faut signaler que le consensus autour de l'objectif de stabilité des prix résulte d'une situation critique qui a prévalu au début des années 1980 caractérisée, d'une part, par une stagflation<sup>27</sup> et d'un affrontement doctrinal sur l'analyse de l'inflation et les moyens de la maîtriser.

Généralement, quoi qu'il en soit son objectif, le rôle principal de la politique monétaire est d'assurer un ancrage nominal<sup>28</sup> pour l'économie sans pour autant que le reste des objectifs de la banque centrale soient en contradiction avec le support d'ancrage. Toutefois, l'objectif ultime de la politique monétaire est d'assurer un gain en bien-être social. Néanmoins, la banque centrale doit s'intéresser en priorité à la réalisation de l'objectif de la stabilité des prix sans pour autant négliger les autres objectifs comme la croissance économique, le niveau d'emploi ou la stabilité du taux de change. Ce rôle stabilisateur avait déjà été mis en évidence par Johnson H. (1962). Friedman (1982) s'est explicitement dégagé des objectifs considérés comme appartenant à la

---

<sup>27</sup> Association des termes : stagnation économique et forte inflation.

<sup>28</sup> Le support de l'ancrage a évolué au fil du temps. Le plus souvent, il est passé du taux de change à un agrégat monétaire puis au taux de l'inflation.

Trinité, composée du plein emploi, de la croissance économique et de la stabilité des prix et il a préconisé de s'en tenir à l'objectif de la stabilité des prix.

Cependant, la rapidité de la propagation de la crise financière mondiale 2009 et sa contamination à l'économie réelle ont conduit les grandes banques centrales à mettre en œuvre une politique monétaire dite énergique où non conventionnelle. Cette politique, est articulée sur une baisse des taux d'intérêt directeurs et/ou un assouplissement de la politique monétaire, dans le but de consolider une stabilité financière. Les premières banques centrales qui ont conduit ce type de politiques sont : La Réserve fédérale des Etats-Unis, suivie par la Banque d'Angleterre, et la Banque centrale européenne. En revanche, ces décisions n'ont pas été suffisantes pour mettre un terme à la défiance des banques les unes envers les autres. Car, dans le sillage de la crise des subprimes, la perte brutale de valeur des actifs financiers complexes s'est accompagnée d'une difficulté à identifier les risques encourus par les établissements de crédit, largement détenteurs de ces actifs.

Ainsi, les banques centrales ont décidé d'intervenir directement sur le marché interbancaire, en injectant massivement des liquidités dans le but que les banques commerciales ou de second-rang aient les capacités de prêter plus aux ménages et aux entreprises. Cette politique a prouvé ces limites et conduit les banques centrales de recourir à des instruments de politique monétaire dits « non conventionnels » et au soutien d'une politique budgétaire énergique.

L'objet de la présente section est d'effectuer, dans un premier temps, un retour sur l'origine et les mutations de la politique monétaire en termes d'objectifs et d'instruments et les choix possibles dans ce domaine. Dans un deuxième temps, seront présentées les actions que les autorités monétaires peuvent mettre en œuvre pour atteindre ces objectifs. Enfin, le but de notre analyse est de comprendre le fonctionnement de la politique monétaire, d'apprécier la portée de ces effets et ces canaux de transmission à l'activité réelle.

## 2.1. Définition

Dans sa définition générale, la politique monétaire est l'ensemble des moyens dont disposent les États ou les autorités monétaires (la banque centrale), pour agir sur l'activité économique par l'intermédiaire de l'offre monétaire. L'objectif recherché est, en règle générale, de procurer à l'économie la quantité de monnaie nécessaire à la poursuite de la croissance économique et à la réalisation du plein-emploi tout en préservant la stabilité de la valeur de la



monnaie au niveau interne (le niveau générale des prix) et au niveau externe (taux de change). Selon Delaplace M. (2009) il est possible de dire que :

- ✓ si on suppose que la quantité de monnaie en circulation a un impact sur l'économie, elle affecte l'activité économique ;
- ✓ les objectifs de la politique monétaire sont finalement les objectifs généraux de la politique économique. Mais un ou plusieurs objectifs peuvent être privilégiés. Se pose alors la question du choix par les autorités monétaires de l'objectif à privilégier ;
- ✓ les autorités monétaires, afin d'atteindre l'objectif qu'elles se sont assignées, peuvent mettre en œuvre des actions<sup>29</sup>.

Une définition plus technique considère, la politique monétaire comme une régulation monétaire : les banques privées créent la monnaie à la faveur des prêts qu'elles accordent et les banques centrales, souvent indépendantes du pouvoir politique, influencent le comportement des établissements de crédit au travers d'instruments exerçant sur elles une contrainte dite de liquidité.

D'une manière générale, pour les économistes, la politique monétaire est un instrument de politique économique générale susceptible de concourir, cumulativement ou alternativement, à la réalisation de trois objectifs principaux :

- ✓ la stabilité des prix ;
- ✓ la croissance économique et le plein emploi ;
- ✓ l'équilibre extérieur.

Globalement, il est reconnu que la politique monétaire est, classiquement, un facteur de régulation de l'offre et que l'encadrement du crédit, le taux de réserve et les interventions sur le marché monétaire sont des moyens de contrôle de l'expansion du crédit. Pour mieux saisir la portée et l'importance de la politique monétaire est nécessaire d'analyser ces objectifs et ces instruments et les canaux à travers lesquels est transmise à l'ensemble du système économique.

## 2.2. Objectifs et enjeux de la politique monétaire

D'une manière générale, le problème qui se pose à toutes les banques centrales est de savoir quel objectif assigné à la politique monétaire. Il y a sur ce point deux conceptions qui s'affrontent :

---

<sup>29</sup> Delaplace .M (2009) Monnaie et financement de l'économie. OP. Cité. P. 127.

- pour les keynésiens, la politique monétaire peut être utilisée dans un objectif de régulation conjoncturelle macro-économique, c'est-à-dire qu'elle peut agir sur la production et l'emploi. Ainsi, par exemple, quand le chômage est élevé du fait d'une insuffisance de la demande, on doit abaisser le taux d'intérêt de manière à stimuler la demande (les ménages vont plus emprunter, par exemple pour se loger, puisque cela coûtera moins cher, et les entreprises feront la même chose pour financer leurs achats de biens d'équipement ; dans les deux cas, cela contribue à augmenter la demande, donc la production et l'emploi).
- pour les monétaristes, la politique monétaire ne peut avoir qu'un objectif, c'est celui de la stabilité des prix. Pour ce courant d'analyse, l'inflation à des causes uniquement monétaires et la politique monétaire doit donc seulement limiter strictement la création monétaire pour qu'elle ne génère pas d'inflation.

Au final, un certain consensus peut être trouvé, au sien des débats économiques, pour affirmer que la politique monétaire doit fournir assez de monnaie pour permettre l'expansion des affaires sans engendrer de dérapage inflationniste. D'autre part, ce consensus s'élargie davantage pour considérer qu'à moyen terme la hausse de la masse monétaire se répercutant dans les prix, n'a que peu d'effet sur la production Delaplace M. (2017)<sup>30</sup>.

Par contre, les désaccords proviennent de deux facteurs principaux : pour les monétaristes, la lutte contre l'inflation est prioritaire, alors que les Keynésiens acceptent plus facilement une inflation si elle permet de soutenir la croissance et l'emploi

Les monétaristes pensent généralement que la monnaie ne doit pas perturber les anticipations des agents et proposent des règles assez mécanistes de croissance de la masse monétaire. Par contre, les Keynésiens sont plus favorables à l'action sur le taux d'intérêt pour stimuler l'investissement, la croissance, l'emploi ... Ils pensent qu'une combinaison de la politique budgétaire, fiscale et industrielle avec l'action monétaire est susceptible de stimuler la croissance. Par ailleurs, il est intéressant de signaler que la réalisation de toute politique monétaire, nécessite le choix d'un ou plusieurs objectifs finaux et une définition des objectifs intermédiaires et que son efficacité dépend de ces choix.

Toutefois, cette politique doit participer à la régulation économique et elle doit contribuer au bien-être collectif et que les instruments doivent être utilisés de façon cohérente par un banquier central, désormais indépendant.

---

<sup>30</sup> Delaplace M. (2017) : « Monnaie et financement de l'économie », Ed. Dunod, Paris, 5<sup>ème</sup> édition.

Comme il a été déjà évoqué avec M.Friedman, une banque centrale peut adopter différents objectifs dans sa stratégie de politique monétaire et nous pouvons en identifier six :

- ✓ la stabilité des prix ;
- ✓ la croissance économique ;
- ✓ le niveau de l'emploi ;
- ✓ la stabilité des taux d'intérêt ;
- ✓ la stabilité des marchés financiers ;
- ✓ la stabilité des taux de change.

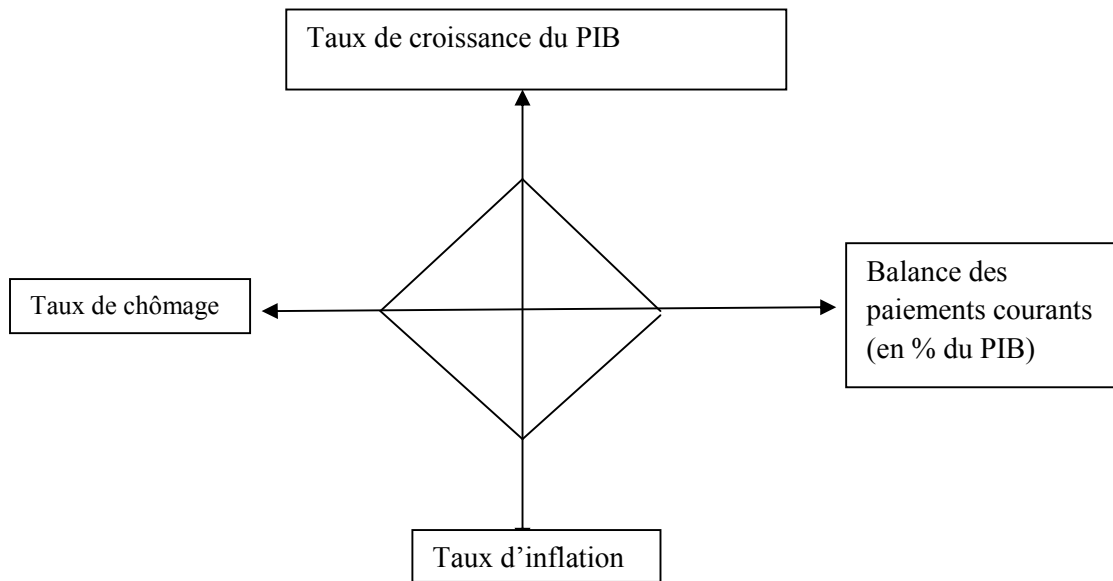
A côté des objectifs finals, il convient de distinguer les objectifs intermédiaires et les objectifs opérationnels. Les objectifs intermédiaires sont de trois sortes et sont ciblés sur des variables mesurant des quantités ou des prix. Nous avons les agrégats monétaires, les taux d'intérêt et les taux de change. Ces variables doivent être mesurables, aisément disponibles pour être utilisées par les autorités monétaires, être contrôlées par ces autorités et les effets sur l'objectif final doivent être prévisibles. La base monétaire (monnaie banque centrale) et le taux d'intérêt à court terme servent d'objectifs opérationnels. La qualité de la relation entre, d'une part, la masse monétaire ou les taux d'intérêt et, d'autre part, les objectifs finals comme l'inflation, la croissance ou l'emploi, est essentielle.

Par contre, les instruments de la politique monétaire: Les opérations d'open market et les facilités permanentes (de prêt et de dépôt) permettent à la banque centrale de réguler le taux de l'argent au jour le jour en agissant sur les conditions de l'offre sur le marché de la monnaie centrale. Parmi les opérations d'open market, les opérations de refinancement constitue un instrument essentiel.

### 2.2.1. Objectifs finaux ou carré magique de Kaldor

Identifier les objectifs de la politique monétaire revient à se poser la question sur ceux de la politique économique. En effet, tous les spécialistes s'accordent à dire que les objectifs de la politique monétaire sont ceux de toute politique économique à savoir : la croissance économique, la stabilité des prix, le plein emploi et l'équilibre des échanges extérieurs. La réalisation simultanée de ces quatre objectifs est le schéma idéal de toute politique économique réussit. Cette configuration de réussite connue sous l'appellation du carré magique de Kaldor dont la représentation graphique se décline comme suivant :

Figure 1 .1: Le carré magique de Kaldor.



Dans le cadre de l'analyse de ce carré magique il peut subsister des conflits d'objectifs qui se traduisent par une instabilité économique. Afin d'éviter ce genre de conflit, les banques centrales ont opté à la mise en œuvre d'une pratique qui fait de la stabilité des prix un objectif final mais en ayant conscience qu'elles gardent une possibilité d'influencer la production réelle à court terme. Cette pratique est connue dans les débats qui ont suivi la mise en œuvre de ce type de stratégie sous le nom de règles de conduite de la politique monétaire. Parallèlement à cette stratégie, une tendance claire vers une indépendance accrue des banques centrales s'est développée et ceci dans le but d'accroître la crédibilité de leurs actions et de leurs permettre d'éviter l'emploi de règles trop rigides. Quand au choix d'objectifs il revoie implicitement aux analyses théoriques auxquelles se réfèrent les autorités monétaires. Ainsi la stabilité des prix est un objectif monétariste; pour les économistes de ce courant l'inflation est un fléau à combattre. Par contre, pour les Keynésiens le principal objectif est celui de la croissance et de l'emploi. C'est pour cette raison qu'ils sont plus favorables à l'action sur le taux d'intérêt pour stimuler l'investissement.

Cependant, il est intéressant de signaler que pour atteindre un ou des objectif (s) final (s) en matière de politique économique et plus précisément en matière de politique monétaire, les autorités de la banque centrale définissent des objectifs intermédiaires. Elles les définissent parce qu'il leur est impossible d'agir directement sur le niveau du (ou des) objectif(s) final(s).

### 2.2.2. Objectifs intermédiaires

L'analyse de la littérature associé au rôle et à l'utilisation des objectifs intermédiaires les définis comme des agrégats plus larges, à l'intérieur desquels se neutralisent certaines des

substitutions liées aux innovations financières. L'apparition de ces innovations répond au besoin de meilleure gestion des encaisses pour les entreprises et les ménages. L'utilité de l'utilisation de ce type d'objectifs c'est qu'ils constituent des moyens qui peuvent aider à surmonter des problèmes liés à la réduction des coûts de transaction, coûts de passage de la monnaie vers les actifs portant intérêt ou entre ces actifs eux-mêmes.

Pour beaucoup d'économistes, les objectifs intermédiaires sont une sorte d'interface entre objectif final et instrument et dont les caractéristiques sont les suivantes<sup>31</sup> :

- Ce sont des variables sur lesquelles les autorités monétaires peuvent agir à l'aide des instruments dont elles disposent. Ce sont donc des variables qu'elles sont susceptibles de les contrôler. Rien ne servirait en effet de définir un ou des objectifs intermédiaires sur lequel (s) les autorités monétaires ne pourraient pas agir ;
- Ce sont des variables mesurables rapidement permettant ainsi d'évaluer les résultats de la politique menée et éventuellement de la réajuster ;
- Ce sont des variables dont on suppose qu'elles sont censées permettre la réalisation de l'objectif final. En effet, rien ne sert de définir un ou des objectif intermédiaires afin d'atteindre un ou des objectifs finals si aucune relation n'existe entre ces deux catégories d'objectifs. Il découle de cela que les objectifs intermédiaires peuvent être extrêmement différents selon l'objectif final retenu. Ainsi, les objectifs de la politique monétaire dépendent de (ou des) objectif (s) final (s) privilégiés par la politique économique.

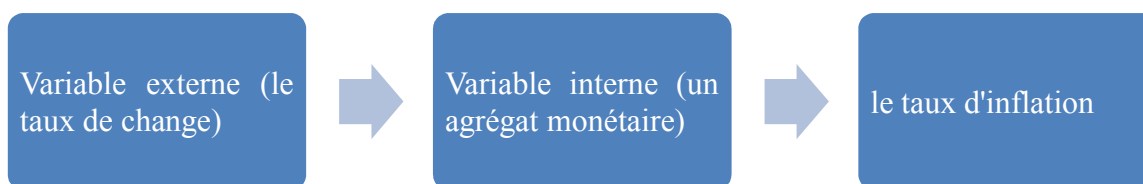
En matière de politique monétaire, la littérature économique identifie les principaux objectifs intermédiaires suivants : le rythme de croissance de la quantité de monnaie, le niveau des taux d'intérêts et le niveau du taux de change. Ces trois objectifs, à eux seuls, constituent des actions qui peuvent procurer à l'économie la quantité de monnaie nécessaire à la poursuite de la croissance économique et à la réalisation du plein emploi tout en préservant la stabilité de la valeur de la monnaie au niveau interne ou le niveau général des prix et au niveau externe ou le taux de change.

Dans le cadre des stratégies de politiques monétaires menées par les banques centrales ces objectifs intermédiaires sont conçus comme des variables nominales où ancrés dont le rôle est de servir comme des repères à la politique monétaire et permettent de guider les anticipations

---

<sup>31</sup> . Delaplace .M (2009) : Monnaie et financement de l'économie. OP. Cité. P.129.

des agents. Au fil du temps, le support de l'ancrage a évolué selon le schéma suivant :



Ce schéma résume, en effet, le passage d'une stratégie d'objectif intermédiaire : une variable intermédiaire comme le taux de change ou la masse monétaire qui ont une relation causale et stable avec l'objectif final de stabilité des prix, dont l'évolution est contrôlable par un instrument de la politique monétaire qui est le taux d'intérêt directeur, à une stratégie d'objectif final ciblant directement l'inflation ou tout simplement la stratégie de ciblage d'inflation. Dont laquelle la prise de décision s'appuie sur l'examen d'un nombre d'indicateurs qui permettent de faire une prévision de cette inflation.

Dans le cadre de l'analyse du rôle de la politique monétaire, Froyen R. (1992), observe que les monétaristes et les keynésiens s'accordent largement sur les raisons qui font que la croissance monétaire affecte la production et l'emploi à court terme et il cite tout à la fois la rigidité des salaires nominaux et la formation adaptative des anticipations. D'où l'importance de l'étude du rôle de contrôle de la masse monétaire.

#### 2.2.2.1. Le contrôle de la masse monétaire

Selon la littérature économique, le rôle de la monnaie ne se limite pas uniquement à assurer des échanges commerciaux. En effet, beaucoup d'études (à titre d'exemples voir Lucas R. (1996) et Cecchetti S. (1997)), ont montré que les fluctuations monétaires impactent l'économie réelle via différents mécanismes, tel que celui de l'inflation. C'est la raison pour laquelle, les banques centrales prennent en charge la mission de mise en place d'une politique monétaire efficace, qui soutient l'économie et qui maîtrise l'inflation. Ainsi, qualifiée de monétariste, l'idée selon laquelle le contrôle d'un agrégat monétaire permet de contenir l'inflation a constitué le fondement de la politique monétaire de nombreux pays dans les années quatre-vingts.

Toutefois, les moyens de contrôle de la masse monétaire, habituellement évoqués dans la littérature économique, sont la surveillance du rythme de la croissance des agrégats monétaires et la stabilité de la vitesse de la circulation de la monnaie.

### 2.2.2.1.1. La surveillance du rythme de la croissance des agrégats monétaires

En théorie, étant donnée la demande monnaie, une offre inférieure tend à accroître la valeur de la monnaie et donc à réduire l'inflation. Dans ce cas, les agents économiques, ayant des encaisses désirées supérieures à leurs encaisses effectives, et souhaitant élever ces derniers réduisent leurs demandes de biens, donc ils font baisser les prix. Inversement, une offre de monnaie supérieure à la demande tend à réduire la valeur de celle-ci et donc à augmenter les prix Delaplace M. (2017).

A cet égard, la stratégie de la banque centrale consiste officiellement à surveiller l'évolution de l'agrégat monétaire  $M_3$  qui est calculé de la manière suivante :

$M_3 = M_2 +$  les instruments négociables sur le marché monétaire émis par les institutions financières monétaires (FMI), et qui représentent des avoirs dont le degré de liquidité est élevé avec peu de risque de perte de capital en cas de liquidation (ex : certificat de dépôt). Par contre,  $M_2 = M_1 +$  les dépôts à termes jusqu'à deux ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois. Cependant,  $M_1$  comprend la monnaie au sens strict de moyen de paiement : les billets et pièces (monnaie manuelle) ainsi que les dépôts à vue.

Les raisons invoquées par les autorités monétaires en faveur du choix du rythme de croissance des agrégats monétaires, résident dans le fait qu'il constitue un bon objectif intermédiaire dès lors qu'elles peuvent l'influencer à l'aide des instruments dont elles disposent à savoir : le taux de refinancement, l'encadrement de crédit, les réserves obligatoires, etc. Dès lors, tout accroissement de la quantité de monnaie en circulation induira une augmentation de la demande de biens et services. Quand à la production de ces biens et services, elle ne se développe que si la quantité de monnaie en circulation s'accroît en parallèle.

A remarquer cependant, comme le fait Delaplace, M. (2009), qu'une quantité insuffisante de monnaie en circulation peut provoquer un certain nombre de déséquilibres parce que c'est elle qui conditionne la demande de biens et services. Une insuffisance de demande peut décourager les producteurs, qui voient leurs ventes et leurs bénéfices diminuer. Par conséquent, les investissements peuvent chuter. De plus, les entreprises peuvent être conduites à réduire la quantité de travail dont elles ont besoin, et ainsi à diminuer leurs effectifs. La demande s'en trouvera encore affaiblie, il est donc nécessaire que le rythme de progression de la quantité de monnaie en circulation permette à l'offre de trouver des débouchés<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Delaplace M. (2009), Monnaie et financement de l'économie, OP. Cité P.130.

Ainsi, la politique monétaire peut jouer son rôle en visant à contrôler les agrégats monétaires. Il convient de noter toutefois que la liaison entre agrégats monétaires et demande de biens et services dépend aussi de la vitesse de circulation de la monnaie. C'est donc le jeu d'un autre agrégat, la vitesse de circulation de la monnaie, qui peut compléter la surveillance des agrégats monétaires.

#### 2.2.2.1.2. La stabilité de la vitesse de la circulation de la monnaie

La détermination de la vitesse de la circulation de la monnaie, dans une économie donnée, permet de connaître le rythme de la croissance de la demande de biens et services et le montant total des transactions sur une période donnée, à savoir une année. Cet exercice se fait à travers le calcul de quelques indicateurs à savoir : la vitesse-revenu et la vitesse-transaction de la monnaie. La première rapporte un indicateur de revenu (le PIB) à l'un des agrégats monétaires ( $M_1$ ,  $M_2$  ou  $M_3$ ) Ainsi, les autorités monétaires vont surveiller l'évolution de cette vitesse-revenu. Par contre, la vitesse-transaction consiste à établir un indice spécialisé de la vitesse de circulation des différents moyens de paiements existants en calculant pour chacun un coefficient de rotation. En matière de politique monétaire, la détermination de la vitesse de circulation de la monnaie permet de déterminer la demande de monnaie dans une économie. Sans entrer dans les débats sur la demande de monnaie entre Keynésiens et monétaristes, on peut, sans doute, dire que tout le monde s'accorde à dire qu'une augmentation d'un agrégat monétaire peut être compensée par une diminution de la vitesse de circulation de la monnaie et inversement, une diminution d'un agrégat monétaire peut être compensée par un accroissement de cette vitesse.

De façon plus structurelle, l'importance croissante des financements obtenus à travers le recours direct au marché en lieu et place du crédit bancaire, fait de la masse monétaire un thermomètre et un levier moins pertinents. Dès lors, un nombre croissant de banques centrales abandonnent une stratégie fondée sur une stricte maîtrise des agrégats, car le lien entre masse monétaire et inflation se distend<sup>33</sup>.

Cela étant, il est intéressant de signaler qu'en pratique, les objectifs intermédiaires tendent aujourd'hui à être essentiellement libellés en termes de taux d'intérêt.

#### 2.2.2.2. Le contrôle des taux d'intérêt

Les économistes ont depuis longtemps reconnu l'effet du taux d'intérêt sur la stabilité financière. Ainsi, les travaux de Wicksell (1898) qui aborde l'idée du fameux processus

---

<sup>33</sup> La politique monétaire. Objectifs, méthodes et nouveaux problèmes, Étude économique n° 4 -5 (2009), Paris.



cumulatif générateur d'instabilité financière, soulignent également que la fixation arbitraire du taux d'intérêt par les banques a toute les chances de différer du taux de rendement du capital et d'engendrer un mouvement explosif d'inflation ou de récession. L'utilisation de cette approche pour expliquer que, dans une économie où ne circulerait que de la monnaie scripturale, il serait théoriquement et pratiquement concevable d'assurer la stabilité des prix. Pour cela, les autorités monétaires devraient fixer le taux d'intérêt de telle sorte qu'il gravite autour du taux naturel, c'est-à-dire de l'efficacité marginale du capital.

Paradoxalement, l'orthodoxie de la théorie monétaire et notamment Friedman (1968), ont retenu l'argument de l'instabilité pour expliquer la différence entre le taux nominal fixé par la banque centrale et le taux naturel. Pour Friedman, il existe de nombreuses raisons qui peuvent provoquer un écart entre ces deux taux. En particulier, il se peut que les anticipations des agents privés diffèrent de celles des autorités monétaires (ou de celles qu'elles prêtent aux agents). Dans ce cas, le taux d'intérêt réel va s'éloigner du taux d'équilibre, et cet écart engendrera une dérive des prix qui vont amplifier la divergence des anticipations et se traduire par un dérapage inflationniste cumulatif.

Cette même idée a été reprise et développée par Sargent et Wallace (1975) pour traiter et relancer principalement l'analyse des anticipations rationnelles. Pour ces auteurs, le raisonnement dans un cadre de modèle avec anticipations rationnelles, la fixation du taux d'intérêt rend la trajectoire des prix indéterminée. Les agents économiques sachant que l'offre de monnaie accompagne n'importe quelle évolution des prix, toute anticipation est auto-réalisatrice : le niveau des prix à l'horizon des anticipations (la condition terminale) est indéterminé, donc les prix de chaque période présente et à venir le sont aussi. Or, ce n'est pas le cas si l'on contrôle la masse monétaire, puisque la condition terminale est fixée par la relation quantitative.

Toutefois, les raisonnements de Friedman comme celui de Sargent et Wallace reposent sur une hypothèse bien particulière : on suppose que le taux d'intérêt est fixé et ne s'ajuste pas à l'évolution des variables endogènes (notamment l'inflation). Sous cette hypothèse, il est vrai que le niveau et l'évolution des prix sont indéterminés. Tandis que le contrôle de la masse monétaire implique des variations de taux d'intérêt en fonction des mouvements des variables endogènes. De sorte que la conclusion est évidemment sans surprise.

C'est pourquoi par règle de taux d'intérêt, il faut entendre une fonction d'ajustement du taux directeur de la banque centrale en réponse à certaines variables macroéconomiques.

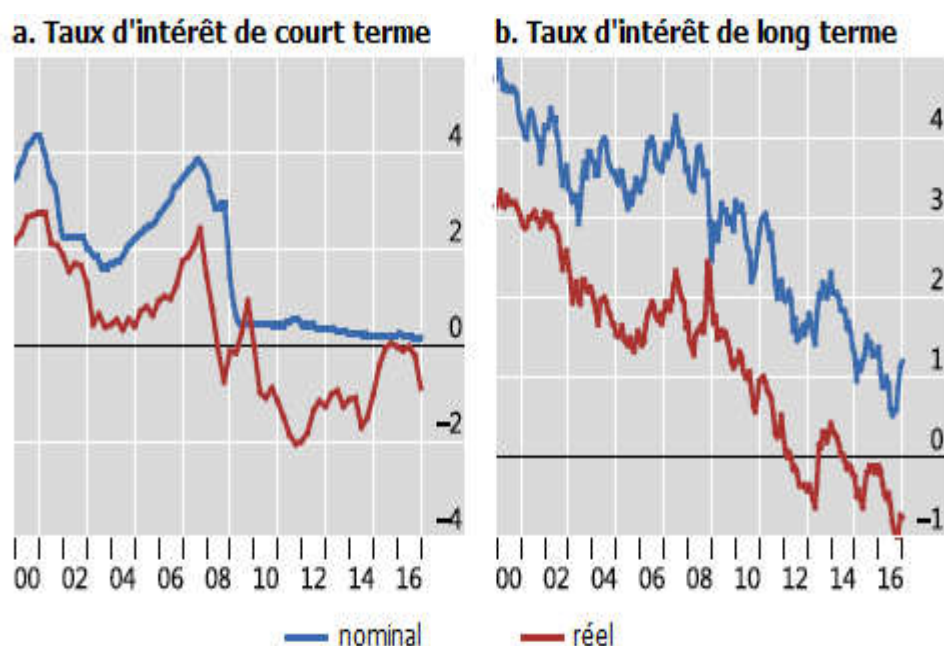
L'analyse économique fait la distinction entre de nombreux taux d'intérêt à savoir : ceux pratiqués sur les marchés et ceux pratiqués par les institutions financières. Sur le marché la distinction est faite entre les taux d'intérêt à court terme (sur le marché monétaire) ou à long terme (sur le marché financier). Sur le marché monétaire, les taux s'établissent en fonction des capitaux empruntés, des emprunteurs et de la durée d'emprunt. Par contre, sur le marché financier, les principaux taux sont le taux du marché obligataire qui fournit les rendements des obligations et celui du marché hypothécaire qui fournit les rendements des titres représentant des créances sur l'habitat d'une durée supérieure à 10 ans.

Quant aux taux pratiqués par les institutions financières, la distinction est faite entre ceux qu'elles exigent pour les prêts qu'elles accordent à leur clientèle ou taux débiteurs et ceux qu'elles consentent sur les ressources qu'elles collectent au près de leur clientèle ou taux créditeurs.

Dans la pratique, l'utilisation des taux d'intérêt comme objectif intermédiaire est facilité par le fait qu'ils sont facilement mesurables. L'intervention des autorités monétaires sur ces taux est facilité par le fait que dans quelques pays ces taux sont réglementés, même dans le cas où ils ne le sont pas, elles peuvent se fixer comme objectif intermédiaire un certain niveau de ces taux et agir sur eux indirectement au travers des taux de refinancement (les taux auxquels les banques obtiennent de la monnaie centrale). Ainsi, le comportement des agents se trouve influencé par ces taux d'intérêt et par leur évolution et la réalisation des objectifs de la politique monétaire dépend des choix des taux d'intérêts : soit ceux qui favorisent les placements financiers et l'épargne au détriment de l'investissement et de la consommation, le cas des taux élevés ou l'inverse en cas du choix des taux bas.

Pour amorcer et lutter contre les effets de la crise financière mondiale, les grandes banques centrales des pays développés ont adopté des politiques de taux faibles. En moyenne, les taux d'intérêt nominaux de court terme sont proches de zéro depuis début 2009 et ils sont même négatifs dans la zone euro (depuis 2014) et au Japon (depuis 2016). Les taux d'intérêt réels de court terme, c'est-à-dire ajustés à l'inflation, sont en territoire négatif. Les taux d'intérêt de long terme ont également été poussés à la baisse : en termes nominaux, ils sont passés en moyenne de 3 à 4 % en 2009 à moins de 1 % en 2016 ; en termes réels, ils sont pour l'essentiel négatifs depuis 2012, graphique 1. En conséquence, un encours de titres publics de plus en plus important s'échange à des taux négatifs.

Graphique 1.1 : Taux d'intérêt nominaux et réels dans les principaux pays développés (en %)



Source: Borio C. et Hofmann B. (2017): Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low? BIS Working Papers N° 628. P.1

Il est à noter qu'un troisième type d'objectif intermédiaire s'impose en régime de parités monétaires fixes : le taux de change.

### 2.2.2.3. Le contrôle du taux de change

Par définition, le taux de change exprime la valeur de la monnaie nationale par rapport à une monnaie étrangère. Dans la pratique, une Banque centrale peut orienter le taux de change de la monnaie de deux façons : directement, sur le marché des changes en utilisant ses réserves monétaires, et indirectement par la fixation de ses taux directeurs, qui ont une influence sur l'attractivité de la monnaie nationale et donc sur son cours.

Dans le cadre de la mondialisation des échanges commerciaux, le niveau du taux de change peut être retenu comme objectif intermédiaire. Ceci tient au fait qu'il est facilement mesurable et relativement influençable par les autorités monétaires à l'aide des instruments dont elles disposent et enfin, on peut considérer que sa liaison avec les objectifs finals comme la stabilité des prix, la croissance est assez forte. Dans ce cas, toute variation des taux de refinancement des banques, va provoquer des mouvements de capitaux entre les pays et donc des variations des taux de change. Théoriquement, dans le cas d'une baisse du taux change, cela se traduit par une compétitivité accrue des entreprises nationales, ce qui peut se traduire par une augmentation des exportations, qui est lui même une bonne source de croissance. Sans oublier,

que cette même baisse du taux de change va aussi générer une hausse des prix des produits importés dans le pays, ce qui peut se traduire par une hausse généralisée des prix.

Toutefois, il faut signaler que dans un contexte international, une économie ne peut pas simultanément :

- ✓ avoir un régime de change fixe ;
- ✓ disposer d'une politique monétaire autonome ;
- ✓ laisser librement circuler les capitaux (intégration financière).

Par contre, si l'un de ces objectifs est abandonné, les 2 autres deviennent réalisables, comme c'est le cas en changes flottants, dans le cadre d'une union monétaire ou dans l'hypothèse d'une autarcie financière.

Mais, même dans le contexte d'une liberté de maniement des taux d'intérêt pour conduire la politique monétaire, au sens strict, cet instrument n'en impacte pas de moins le change, qui est une variable fondamentale de toute politique économique.

Il convient de noter toutefois que, théoriquement, l'instrument de politique monétaire au sens strict que constituent les taux d'intérêt est donc aussi un levier majeur de la politique de change, ce qui peut rendre délicate la conciliation de ces deux politiques<sup>34</sup>. Et que les opérations sur le marché des changes peuvent interférer avec la politique monétaire au sens strict, qu'il s'agisse de la stabilité des prix ou de l'activité économique. Ceci peut donner lieu à l'interprétation suivante : c'est que l'autonomie des politiques monétaires est largement théorique.

En définitive, le soutien de la monnaie locale par la banque centrale favorise la stabilité des prix en pesant sur l'activité, par le canal du taux d'intérêt (la raréfaction de la monnaie provoque une hausse des taux) et du commerce extérieur (les exportations sont découragées). Réciproquement, une vente de monnaie locale contre devise favorise une relance de l'activité via la baisse des taux d'intérêt et la hausse des exportations.

Il se peut que les conséquences de la politique de change concordent avec les objectifs de la politique monétaire. Mais ils peuvent aussi bien s'opposer, et la banque centrale cherche alors à neutraliser l'impact de sa politique de change par des interventions en sens inverse sur le marché monétaire (politique dite de stérilisation).

---

<sup>34</sup> Étude économique n° 4, op. Cité. P.37.

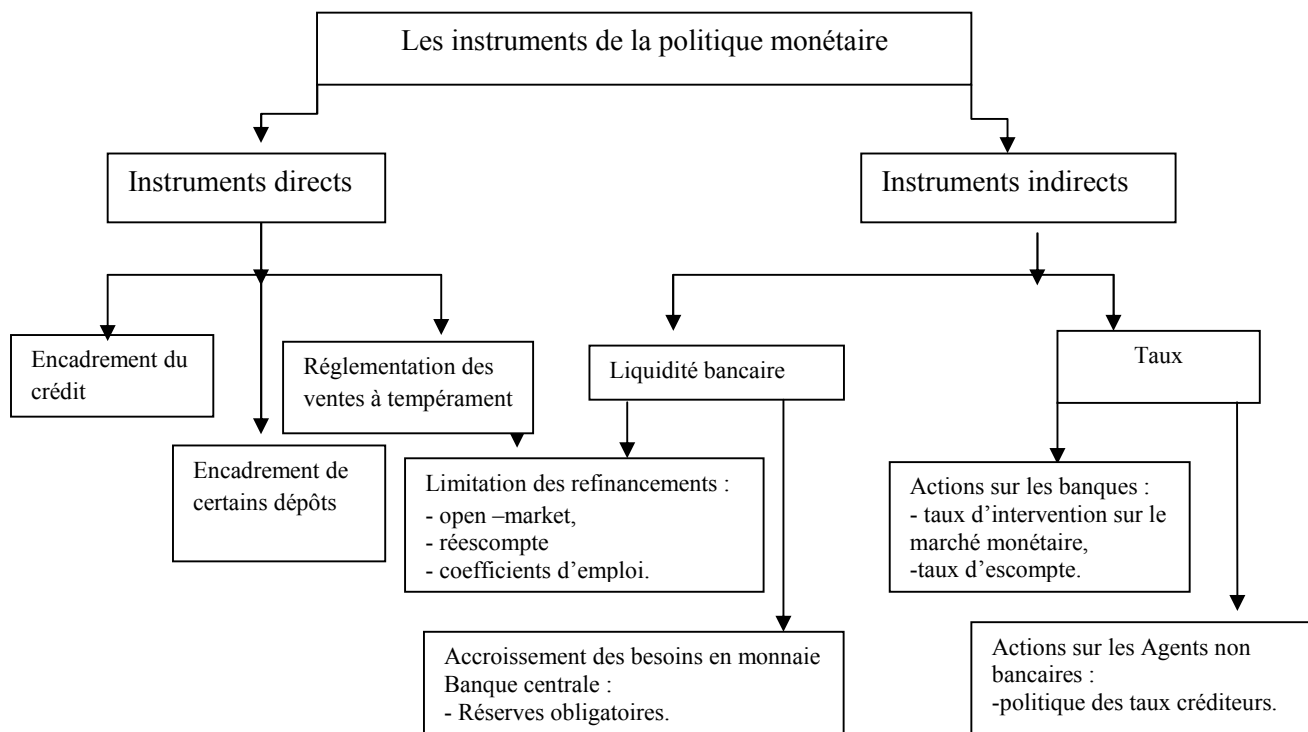
Pour conclure, les objectifs intermédiaires évoqués précédemment ont un double rôle qui consiste à assurer une stabilité interne qu'externe sans compromettre la réalisation de l'objectif final de la politique économique.

### 2.3. Les instruments et les canaux de transmission de la politique monétaire

L'élément déterminant d'une politique monétaire consiste à contrôler les banques de second rang qui, en accordant des crédits, ont le redoutable pouvoir de créer de la monnaie scripturale. A cet effet, les autorités monétaires, pour mener à bien leur politique monétaire, disposent de deux types d'actions: des actions directes sur le crédit (l'encadrement du crédit, l'encadrement de certains dépôts et la réglementation des ventes à tempérament) et des actions indirectes sur la liquidité bancaire et les taux (par l'intermédiaire de la limitation des refinancements, l'accroissement des besoins en monnaie centrale, les actions sur les banques et les actions sur les agents non bancaires).

D'après Marteau et De la chaise, 1988<sup>35</sup>, les instruments de la politique monétaires peuvent être résumés selon la figure suivante :

Figure 1.2 : Les instruments de la politique monétaires



<sup>35</sup>. Marteau D. et De la Chaise E. (1988) : Le Marché monétaire et la gestion de trésorerie des banques, Dunod Paris, P 261.

### 2.3.1. Les instruments directs

La théorie économique d'après-guerre s'était construite, jusqu'aux années soixante-dix et quatre-vingt, dans le cadre des modèles d'équilibre général, en supposant l'existence d'un système complet de marchés et en faisant abstraction de leurs imperfections. Dans ce cadre, l'action directe de la politique monétaire sur le crédit se fait par sa réglementation et ceci à travers :

- L'encadrement du crédit : qui consiste à fixer une norme de progression des crédits, les banques ne peuvent accroître leur crédit que dans la limite du taux d'augmentation autorisé par rapport à l'année précédente. Des actions spécifiques en faveur des crédits à l'exportation ou en faveur des secteurs jugés prioritaires limitent souvent cet encadrement. La concurrence est réduite lorsque l'encadrement est très strict.
- La réglementation du crédit à la consommation qui peut obliger par exemple à payer au comptant un pourcentage élevé de la valeur d'acquisition ou à ne pas dépasser un délai de crédit, elle permet ainsi de freiner la croissance de la masse monétaire. En conséquence, une telle pratique peut réduire les débouchés des entreprises avec les conséquences qui peuvent en résulter pour la compétitivité et l'emploi. Selon les Keynésiens, des taux d'intérêt élevés liés à la restriction monétaire pèsent sur les prix de revient et induisent une inflation par les coûts.

Toutefois, si l'avantage de l'encadrement du crédit tient dans le fait qu'il vise à contrôler la principale source de la création monétaire, il a cependant été critiqué et totalement supprimé des instruments directs utilisés par certaines banques centrales occidentales.

### 2.3.2. Les instruments indirects

L'objectif de l'utilisation de ce type d'instruments est d'influencer, d'une part, sur la liquidité bancaire dans la mesure où cette liquidité influence sur la capacité des banques à accorder des crédits. Et d'autre part, sur les taux dans la mesure où ceux-ci ont des effets sur les actions des banques et sur les agents non bancaires.

#### 2.3.2.1. Influence sur la liquidité bancaire

D'une manière générale, ce type d'instrument consiste en la création monétaire la plus évidente qui est la frappe de pièces ou l'émission de billets (monnaie fiduciaire) par une banque centrale. C'est pourtant la moins importante en termes de valeur : les billets de banque représentent un faible pourcentage des encaisses des agents non financiers.

En réalité, l'essentiel de la création monétaire s'effectue au travers des crédits accordés par les banques. Selon l'expression, les crédits font les dépôts, tout crédit accordé par une banque augmente la masse monétaire en créant un dépôt bancaire (monnaie scripturale) de montant équivalent.

Lorsqu'un prêt est accordé, de la monnaie nouvelle est ainsi créditée sur le compte de l'emprunteur; elle apparaît au passif du bilan de la banque, la créance correspondante figurant à l'actif de son bilan. Le processus de création monétaire est identique lorsque la banque acquiert un actif réel ou financier, également porté à l'actif de son bilan en contrepartie du crédit inscrit sur le compte du vendeur.

Il est à noter que l'acquisition de titres négociables par les banques prend une importance grandissante dans la création monétaire.

Cette évolution accompagne le processus, dit de mobiliérisation, un terme décrivant le financement croissant de l'État et des entreprises par émission de titres (actions, obligations et titres de créance négociable) sur les marchés financiers et monétaires, observé depuis les années quatre-vingt.

Lorsque les crédits sont accordés aux entreprises et aux ménages, on parle de financement de l'économie. Lorsque les banques achètent les titres émis par le Trésor pour couvrir le déficit budgétaire, ces opérations correspondent à un financement de l'État par création monétaire.

La création monétaire résulte, comme on l'a vu précédemment, encore d'opérations avec l'extérieur lorsque des devises sont échangées contre la monnaie considérées.

Ces trois sources de création monétaires alimentent trois catégories de créances, ou concours, du système bancaire à savoir :

- ✓ les créances sur l'économie ;
- ✓ les créances sur les administrations publiques ;
- ✓ et les créances sur l'extérieur.

L'ensemble de ces créances est désigné sous l'appellation globale de contreparties de la masse monétaire.

La libéralisation des marchés financiers puis leur rôle désormais majeur dans le financement de l'économie ont abouti, dans les pays développés, depuis des décennies à privilégier les instruments incitatifs d'intervention sur les marchés aux instruments de contrôle

normatifs de la création monétaire (l'encadrement du crédit, les prêts bonifiés, le contrôle des changes).

Plutôt qu'une maîtrise normée du crédit, les banques centrales utilisent désormais des instruments qui agissent sur la liquidité des banques, c'est-à-dire sur la somme de leurs avoirs en monnaie banque centrale, pour parvenir enfin à piloter l'évolution des taux d'intérêt et la création monétaire. Il s'agit donc d'un contrôle de type indirect exercé par les autorités monétaires sur les actions des banques.

Si la banque centrale estime que la croissance de la masse monétaire est excessive, elle réduit la liquidité bancaire en augmentant les besoins en monnaie banque centrale ou en les renchérissant, notamment en asséchant le marché interbancaire et/ou en augmentant le coût du refinancement.

Réciproquement, si la banque centrale estime que la création monétaire est insuffisante, elle augmente la liquidité bancaire en diminuant les besoins en monnaie banque centrale ou en les rendant meilleur marché, notamment en apportant des liquidités sur le marché interbancaire et/ou en diminuant le coût du refinancement. Dans les deux cas, la Banque centrale agit sur les volumes et/ou les prix.

Globalement, ce type d'instruments consiste à limiter la liquidité bancaire à travers de deux type d'actions :

- la limitation des refinancements qui consiste à freiner la création monétaire et ceci à travers :
  - ✓ l'open-market : en achetant des titres, la Banque centrale accroît les liquidités en circulation, et en les vendant elle les réduit.
  - ✓ en limitant le réescompte, la Banque centrale empêche les banques ayant des traites d'obtenir facilement les liquidités correspondantes avant leurs échéances en revendant à l'institut d'émission et aux organismes spécialisés le papier qu'elles détiennent.
  - ✓ les coefficients d'emploi obligent les banques à garder en portefeuille des effets mobilisables à la banque centrale ce qui limite la création monétaire par le crédit.
- l'accroissement des besoins en monnaie centrale peut être provoqué par l'État lorsqu'il oblige les banques à maintenir un coefficient de trésorerie plus élevé ( $\frac{\text{liquidités}}{\text{Dépôts à vue et à terme}}$ ). Plus la banque centrale exige que les avoirs, des banques de second rang, soient élevés, plus elle gèle l'argent que celles-ci préféreraient prêter à des taux rémunérateurs.



En matière d'instruments indirects de politique monétaire, la banque centrale peut recourir aux réserves obligatoires qui sont des dépôts obligatoires des établissements financiers auprès de la banque centrale. Rémunérées ou non selon les pays, leur montant constitue généralement un pourcentage (coefficient de réserve) de l'encours de leurs dépôts, le plus souvent de leurs dépôts à court terme.

Initialement créées dans un but prudentiel, elles sont ensuite devenues un instrument central de politique monétaire : en modifiant les coefficients de réserve, la banque centrale agit directement sur la liquidité bancaire.

Mais les politiques actives de réserves obligatoires, autrefois fréquentes, ne perdurent guère aujourd'hui que dans les pays en voie de développement.

Aujourd'hui, les banques centrales des pays développés ne réajustent les coefficients de réserve qu'à intervalles très éloignés et privilégient les politiques de taux directeur, même si les réserves y conservent un rôle structurel de pression sur la liquidité bancaire.

#### 2.3.2.2. Influence par actions sur les taux

Pour les banques, prêter de l'argent doit être rémunérateur, c'est-à-dire qu'elles doivent vendre l'argent plus cher qu'elles ne se le procurent et faire de ces écarts des taux des bénéfices. L'analyse en termes de taux fait la distinction entre actions sur les banques, c'est-à-dire par l'utilisation du taux d'intervention sur le marché monétaire et du taux d'escompte. Et les actions sur les agents non bancaires c'est-à-dire par l'utilisation de la politique des taux créditeurs.

En effet, les principales banques centrales interviennent essentiellement au travers d'opérations de refinancement, donnant lieu à un pilotage de la masse monétaire en circulation via la fixation du niveau des taux directeurs.

Les opérations de refinancement consistent en un prêt de monnaie centrale garanti par des transferts de titres, avec engagement de reprise à terme.

Schématiquement, une baisse des taux améliore la liquidité des banques qui, se refinançant à un moindre coût, améliorent normalement les conditions qu'elles proposent aux ménages et aux entreprises, ce qui est favorable à l'activité mais peut aussi exercer une pression à la hausse sur le niveau des prix. Réciproquement, une élévation des taux directeurs est de nature à rehausser les taux imposés aux débiteurs, ce qui pèse sur l'activité et le niveau des prix.

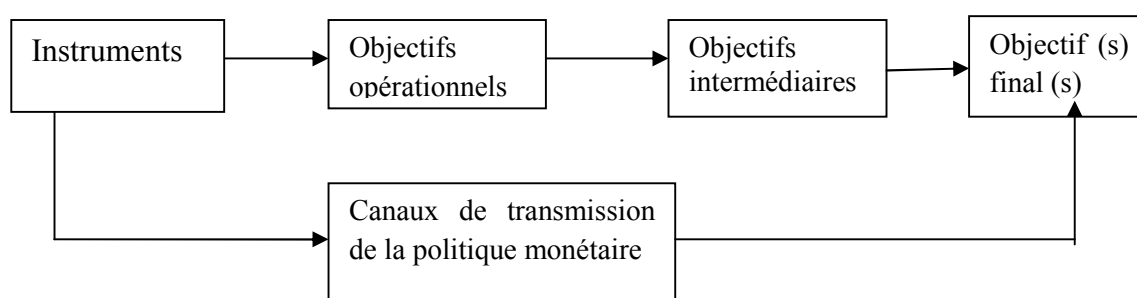
La question de l'orientation de la politique monétaire consiste essentiellement à fixer le taux d'intérêt directeur à un niveau compatible avec les objectifs macroéconomiques de la banque centrale.

Cette question est parfois distinguée de celle de la gestion de la liquidité, qui a pour objectif de permettre au marché monétaire, et plus généralement aux marchés financiers, de fonctionner normalement, de telle sorte que les impulsions de politique monétaire puissent être transmises efficacement au reste de l'économie.

Toutefois, la relation entre l'évolution des variables économiques et celle des taux directeurs est appelée fonction de réaction des autorités monétaires. Cette approche est de nature keynésienne car pour les monétaristes, l'évolution des taux d'intérêt ne doit servir qu'au respect d'un objectif de croissance de la masse monétaire.

Finalement, on entreprend un tour d'horizon assez large des principaux résultats et des débats ayant marqué l'étude de la question de l'atteinte des objectifs finals à travers les dits objectifs intermédiaires. En reprenant la présentation la plus attrayante illustrée par Delaplace M. (2009)<sup>36</sup> selon laquelle, que pour atteindre les objectifs intermédiaires, les autorités monétaires peuvent agir sur des objectifs opérationnels, i.e. des variables qu'elles peuvent contrôler directement (taux de réescompte, taux du marché de la monnaie centrale, i.e. taux auxquelles s'échange la monnaie centrale et quantité de monnaie centrale). Pour ce faire, elles disposent de certains instruments qui vont agir sur les objectifs finals au travers de différents canaux. On a donc la séquence suivante :

Figure 1.3 : Séquence des réactions des objectifs de la politique monétaire



La banque centrale dispose ainsi d'instruments dont on suppose qu'ils permettent d'atteindre les objectifs finals. Les différentes façons dont les actions de la banque centrale sont transmises à ces objectifs renvoient aux canaux de transmission de cette politique monétaire.

<sup>36</sup> Delaplace M. (2009), Monnaie et financement de l'économie, op. Cité. PP.134-135.

### 2.3.3. Les canaux de transmission de la politique monétaire

La littérature économique distingue traditionnellement plusieurs canaux, qui affectent directement ou indirectement l'activité économique des agents. Elle s'intéresse à l'analyse des canaux par lesquels les chocs monétaires et l'inflation constituent un danger pour la croissance économique. Il s'agit du canal des taux d'intérêt, canal du prix des actifs, du canal du taux de change, du canal du crédit et du canal des anticipations. Il existe différentes connections et inter agissements entre ces différents canaux de transmission de la politique monétaire, mais au bout du compte ils œuvrent tous à la réalisation de celle-ci.

#### 2.3.3.1. Le canal des taux d'intérêt

Le canal des taux d'intérêt, le plus connu et le plus traditionnel, est le principal mécanisme de transmission de la politique monétaire dans le modèle IS/LM (Clarida et al. 1999). Dans le cas de rigidité des prix, toute hausse des taux monétaires conduit les banques non seulement à revoir leurs tarifications, mais plus encore à réexaminer leurs conditions de crédit (demande d'informations plus précises, de garanties supplémentaires, durées plus réduites pour des montants de crédits plus faibles).

Selon Drumetz F. et al. (2015), la transmission du canal des taux d'intérêt se décompose en trois étapes :

- ✓ première étape : une transmission (pass-through) des modifications des taux directeurs aux taux d'intérêt de marché. Le mécanisme selon lequel s'effectue cette transmission prend appui sur la théorie des anticipations de la structure par terme des taux d'intérêt. Ainsi, sous l'influence de la banque centrale, les modifications du taux d'intérêt à court terme se transmettent le long de la courbe des rendements aux taux d'intérêt à long terme (les taux réels), qui affectent les décisions de consommation et d'investissement des ménages et des entreprises ;
- ✓ deuxième étape : une transmission des variations des taux de marché aux taux créditeurs et débiteurs des banques. Par sa nature, le processus d'ajustement des taux créditeurs et débiteurs des banques aux modifications des taux de marché prend du retard. L'explication avancée, par l'auteur, est que le degré de passage des variations des taux de marché aux taux créditeurs et débiteurs des banques dépend de l'interaction des facteurs cycliques et structurels (Egert et MacDonald, 2008) ;
- ✓ troisième étape : influence des variations des taux d'intérêt réels sur la demande agrégée. Suite à une modification des taux d'intérêt réels, due à une modification des taux d'intérêt

nominaux et de marché, se produit trois effets, de sens opposés, sur la demande finale : i) un effet-revenu (augmentation ou baisse pour les ménages qui détiennent des placements financiers rémunérés à taux variable), ii) un effet de substitution intertemporelle (un arbitrage entre l'épargne, la consommation et l'investissement) et iii) un effet de richesse (qui affecte la valeur des patrimoines à travers les prix des titres). Généralement, les effets de substitution et de richesse l'emportent sur l'effet revenu Drumetz, F. et al. (2015).

Dans la représentation keynésienne, si l'offre nominale de monnaie augmente alors que les prix demeurent constants, il en résulte une diminution du taux d'intérêt qui incite les entreprises à investir, ce qui accroît la demande globale en raison du multiplicateur.

Au premier abord, cette approche semble robuste car la politique monétaire joue essentiellement sur les taux d'intérêt nominaux à court terme alors que la décision d'investir se fonde plutôt, avec d'autres facteurs (notamment la demande anticipée), sur les taux d'intérêt réels à long terme. Ainsi, la politique monétaire n'est pas totalement sans influence quand les taux d'intérêt directs nominaux sont revenus à un niveau faible voire nul (Mishkin, 1999). Du fait, que les mécanismes de transmission de la politique monétaire sont des processus complexes et affectés d'incertitude, une fois que la banque centrale arrive à relancer les anticipations d'inflation à moyen et à long terme, ce qui se traduit par une baisse des taux d'intérêt réels *ex ante* et, par ce moyen, elle stimule la demande agrégée (Drumetz F. et al. 2015).

A cet égard, cette approche est pourtant plus robuste qu'il n'y paraît, le taux directeur courant et sa trajectoire future anticipée déterminant assez largement le taux d'intérêt réel à court, moyen ou long terme, les anticipations d'inflation étant au surplus relativement rigides à court terme.

Ainsi, les effets de la politique monétaire vont se répercuter sur les taux d'intérêt qui affectent les comportements des agents au travers des effets de substitution et de revenu. Ces effets vont se traduire de la manière suivante : c'est que une hausse du taux d'intérêt va affecter les capacités d'investissement des entreprises et de consommation des ménages et modifier l'arbitrage entre épargne et consommation, et entre placements financiers et investissement.

### 2.3.3.2. Le canal du prix des actifs

Une variation des taux se traduit par une variation en sens inverse du prix des actifs. Ainsi, les monétaristes suggèrent que si les taux s'élèvent, alors le prix des actifs baisse ainsi que

la richesse globale des ménages, ce qui induit une diminution de leur consommation et inversement.

En outre, une baisse du taux d'intérêt réduit l'attrait des obligations au profit des actions dont le cours progresse en conséquence, si bien que la valeur boursière des entreprises s'élève par rapport au coût de renouvellement du capital, encourageant ce dernier. Ce canal reprend la théorie du ratio (Q de Tobin), théorie des choix d'investissement élaborée en 1969 par l'économiste James Tobin.

L'idée de base de ce modèle est la suivante : l'entrepreneur investit dans de nouveaux projets si le marché les valorise au-delà de ce qu'ils ont coûté. L'investissement est rentable tant que l'accroissement de la valeur de la firme reste supérieur à son coût.

Tobin propose de suivre un ratio, dit :  $Q\text{-moyen} = VB / pc.C$  (rapport de la valeur boursière de la firme « VB » à son capital au coût de remplacement « pc.C »). En effet, sous l'hypothèse d'efficacité du marché boursier, la valeur de marché d'une firme est exactement égale à la somme actualisée de ses flux de profit futurs. Un « Q-moyen » supérieur à (1) révèle que le marché anticipe une profitabilité de l'investissement au-delà de son coût. Au contraire, si ce ratio est inférieur à (1), le marché anticipe une profitabilité de l'investissement inférieure à son coût. Dans cette dernière hypothèse, l'intérêt des actionnaires serait de revendre les équipements existants à leur coût de remplacement. Si cela est impossible, il convient au moins de ne plus investir, et d'amortir progressivement le capital existant.

### 2.3.3.3. Le canal du taux de change

Ce type de canal de transmission est important dans le cas de petites économies ouvertes. A cet effet, une baisse des taux d'intérêt rend la monnaie considérée moins attractive, entraînant sa dépréciation et donc une baisse des prix nationaux par rapport aux prix étrangers. Il en résulte un accroissement des exportations favorable à la production nationale.

En revanche, l'augmentation du prix des importations renforce l'inflation. Réciproquement, une appréciation de la monnaie se traduit par un phénomène de désinflation importée. Ainsi, le contrôle de la volatilité d'une monnaie recouvre un enjeu de compétitivité sur le plan commercial et un enjeu financier du point de vue de l'endettement. Le rôle et l'importance de ce type de canal dépendent du degré d'ouverture de l'économie. Le mode opératoire de ce canal s'opère en deux étapes : dans un premier temps, à travers l'influence de la

politique monétaire sur le taux de change et dans un deuxième temps, à travers la transmission des variations de celui-ci à l'inflation et l'activité.

Une présentation des canaux de transmission de la politique monétaire qui repose exclusivement sur les ajustements de passif des établissements de crédit est souvent remise en question, notamment par Bernanke et Blinder (1992), qui ont proposé, dans leur analyse, de mettre l'accent sur le rôle des actifs bancaires (crédit Channel).

#### 2.3.3.4. Le canal du crédit

Les variations de la liquidité bancaire jouent sur la capacité des établissements de crédit à consentir des prêts, favorisant l'investissement et la consommation.

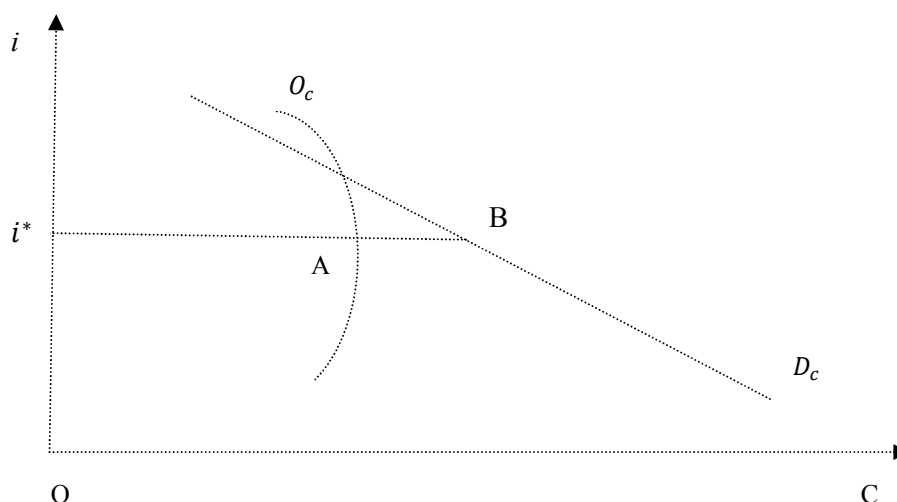
Le canal du crédit se situe dans le prolongement du canal des taux, qui déterminent le coût des ressources que les banques se procurent, à court terme, sur les marchés monétaires ou, à long terme, sur les marchés financiers, et que ces dernières répercutent auprès de leurs clients. Il se distingue de celui des taux d'intérêt en ce qu'il joue sur le volume et les conditions des prêts bancaires, et non sur les conditions de financement direct par le recours au marché. Ce canal, qui suppose que le crédit puisse être rationné sans que les taux d'intérêt viennent en équilibrer l'offre et la demande, est mis en avant par les keynésiens plutôt que par les monétaristes, plus confiants dans la capacité des marchés à assurer une allocation optimale des moyens.

En revanche, l'observation du marché du crédit tend à montrer que, sur celui-ci, les taux d'intérêt comportent des rigidités importantes. Stiglitz (1987), met en évidence les phénomènes d'antisélection et de hasard moral<sup>37</sup> qui sont à l'origine d'un taux d'intérêt plafond sur ce marché. Cet effet est détaillé sur le graphique suivant:

---

<sup>37</sup> Ce type d'effet se produit lorsqu'une entreprise doit rembourser un prêt très coûteux, elle est incitée à réaliser des projets très risqués dont les rendements seraient particulièrement forts en cas de succès.

Graphique 1.2: les phénomènes d'antisélection et de hasard moral



Source : Ottavj, C. (2014) : « Monnaie et financement de l'économie », éd. Hachette, Paris. P. 276.

Selon ce graphique, au-delà d'un certain niveau de taux d'intérêt ( $i^*$ ), l'offre de crédit a tendance à diminuer, et la courbe de l'offre de crédit ( $O_c$ ) se retourne. Ainsi, pour toute demande de crédit  $D_c$  qui coupe la courbe de l'offre de crédit à un niveau supérieure à ( $i^*$ ), il y aura donc un rationnement du crédit égal au segment AB.

La théorie économique distingue deux canaux, l'un qualifié de canal étroit du crédit bancaire, et l'autre qualifié de canal large du crédit bancaire ou canal du bilan.

- Selon le canal étroit du crédit bancaire : les changements de taux directeurs modifient les conditions de refinancement des banques sur les marchés monétaires et financiers. Ce faisant, elles influencent leur capacité à créer de la monnaie, c'est-à-dire leur production de crédit à l'économie, donc l'investissement des entreprises et la consommation des ménages.
- Selon le canal large du crédit ou canal du bilan : la qualité de la structure du bilan des agents économiques entre ici en jeu, comme dans la théorie de l'accélérateur financier, mais en considérant non l'impact d'un choc réel mais celui de la politique monétaire sur la prime de financement externe.

Une variation des taux d'intérêt affecte ainsi la structure des bilans, donc la prime de financement externe. Une hausse des taux aura alors des effets dépressifs sensiblement plus importants si les agents privés sont auparavant déjà très endettés et peu solvables.

En employant la distinction initiée par Delaplace M. (2009)<sup>38</sup>, selon l'approche du canal étroit du crédit, la politique monétaire va affecter les crédits accordés par les banques. En effet, suite à une politique monétaire restrictive de la banque centrale, les banques vont restreindre les crédits qu'elles accordent dans la mesure où ceux-ci apparaissent plus coûteux. Elles rationnent le crédit ou augmentent son prix, ce qui, pour les agents n'ayant pas d'autres sources de financement, se traduit soit par la diminution de la demande de crédit, soit par un renchérissement de cette demande. Selon cette analyse, tout dépend des agents et de la façon dont ils peuvent obtenir des financements.

Quant à l'approche en termes de canal large du crédit, le raisonnement est basé sur l'analyse du choix qu'ont les entreprises entre autofinancement et financement externe. La différence de coûts entre financement externe et autofinancement est appelée prime de financement externe. Cette prime existe du fait de l'existence d'asymétries d'information entre le prêteur et l'emprunteur, à la fois au moment de la sélection de l'emprunteur et ensuite en raison du contrôle difficile de ses actions. C'est la raison pour laquelle l'institution financière va introduire cette prime. Elle est importante dans le cas où la richesse de l'entreprise est faible. Par ailleurs, si la banque centrale mène une politique monétaire restrictive, qui se traduit par une élévation des taux d'intérêts qui diminue la valeur des actions de l'entreprise et, par conséquent sa situation financière. Dans ces conditions, l'entreprise apparaît comme moins solide, les agents financiers accroissent alors la prime de financement externe. Ce qui se traduit par une élévation des taux d'intérêt débiteurs et limite le financement externe des entreprises et donc leur investissement et inversement.

Depuis son introduction dans la littérature au milieu des années quatre-vingt, le canal du crédit a fait l'objet de vives controverses<sup>39</sup>. De nombreuses études empiriques ont cherché à évaluer son importance relativement aux autres canaux de transmission de la politique monétaire (canal du taux d'intérêt, canal du taux de change).

Selon Betbèze, J. P (2011)<sup>40</sup> cité également par Woodford, (2010), l'existence du canal du crédit fait intervenir plusieurs conditions :

---

<sup>38</sup> Delaplace M. (2009), Monnaie et financement de l'économie, OP. Cité P.151.

<sup>39</sup> Pour une revue de cette littérature, voir Clerc (2001), Beaudu et Keckel (2001), Pollin et Bellando (1996) et Barran, Coudert et Mojon (1995).

<sup>40</sup> Betbèze, J. P., Bordes, C., Soubeyran, J. C. et Plihon, D. (2011) : rapport sur « Banques centrales et stabilité financière » Paris. P. 141.



- il faut prouver une dépendance des entreprises au crédit (dans le cas du canal large) et plus particulièrement au crédit bancaire (dans le cas du canal étroit). Cela suppose une imparfaite substituabilité entre titres et crédits ;
- il faut que les banques soient sensibles à leurs conditions de refinancement auprès de la Banque centrale et qu'elles n'aient guère de possibilités alternatives de refinancement sur les marchés ;
- il faut que l'essentiel de l'activité des banques soit orienté vers le crédit et qu'elles contribuent peu au financement de l'économie par d'autres types de créances.

D'une manière plus analytique, Vanden Heuvel (2002)<sup>41</sup>, a mis en avant trois conditions pour que le canal du crédit puisse opérer :

- le marché du capital bancaire soit imparfait, c'est-à-dire que les banques ne puissent pas accroître leurs fonds propres facilement ;
- les banques n'aient pas totalement couvert leur risque de taux d'intérêt, l'échéance moyenne de leurs actifs étant supérieur à celle de leurs passifs ;
- il existe des ratios de capital qui limitent l'offre de crédit.

Au total, selon De Bandt O. et Pfister C. (2003)<sup>42</sup>, lorsque les fonds propres sont faibles, les banques réduisent leur offre de crédit, suite à des pertes qui réduisent leur capital ou en raison de chocs de politique monétaire qui pèsent sur leur rentabilité.

D'un point de vue empirique, Hubbard et al. (1999)<sup>43</sup> soulignent que le coût du crédit auprès des banques bien capitalisées est inférieur à celui des banques peu capitalisées. Par ailleurs, Kishan et Opiela (2000)<sup>44</sup> montrent que, pour la période 1980-1995 aux États-Unis, les prêts des petites banques peu capitalisées sont les plus sensibles à la politique monétaire.

En revanche, en période de crise la question de l'intervention de la banque centrale tant que prêteur en dernier ressort ne se pose pas, car cette intervention est perçue comme une solution à un problème de liquidité dans le système bancaire en épongeant les pertes des banques en difficultés à travers une injection du capital. Cette prise en compte d'une intervention de la banque centrale tant que prêteur en dernier ressort a été développée, même avant la crise de

---

<sup>41</sup> Van Den Heuvel S. J. (2002):«The Bank Capital Channel of Monetary Policy», *mimeo*, University of Pennsylvania, Department of Economics, décembre.

<sup>42</sup> De Bandt O. et Pfister C. (2003) Politique monétaire, capital bancaire et liquidité des marchés. In: *Revue d'économie financière*, n°73, Bâle II : Genèse et enjeux. pp. 213-226.

<sup>43</sup> Hubbard, R. G., Kuttner, K. N. and Palia D. N. (1999):« Are there Bank effects in Borrower Cost of Funds? Evidence from a Matched Sample of Borrowers and Banks », *mimeo*, Columbia University, *Journal of Business*.

<sup>44</sup> Kishan, R. P. and Opiela, T. P. (2000):« Bank Size, Bank Capital, and the Bank Lending Channel », *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (1), 121-141.

2008, par Rochet et Vives (2002)<sup>45</sup>. Ces auteurs ont notamment souligné que les politiques prudentielles *ex ante* peuvent s'avérer coûteuses, si elles conduisent à renoncer à certaines opportunités d'investissement. Il est alors préférable de les compléter par une intervention *ex post* sous la forme d'une alimentation en liquidité. Quoique à cette époque, la surveillance du système financier s'est focalisée sur les aspects micro-prudentielle – c'est-à-dire les institutions prise une à une, pas sur le système financier dans son ensemble, dans une perspective macro prudentielle (Adrian et al. 2013).

D'une manière générale, les actions de la banque centrale, en matière de fourniture de liquidité d'urgence, peuvent revêtir deux formes :

- Les prêts au marché dans son ensemble;
- Les prêts à des institutions individuelles.

Les premiers sont destinés à faire face à une crise générale de liquidité et prennent la forme d'une opération d'open market ou bien de l'accès, à l'initiative des établissements, à une facilité de fin de journée lorsqu'elle existe. Ils sont accordés contre de bonnes garanties et permettent à l'ensemble des établissements d'avoir accès à la liquidité centrale à un même taux, qui est celui du marché. Malgré ce relâchement, cette intervention n'est pas équivalente à un changement d'orientation de la politique monétaire : la monnaie centrale peut être reprise dans des délais très brefs, son offre pouvant même s'accompagner d'une baisse de taux d'intervention permettant à la banque centrale de contrarier l'impact négatif sur la demande finale des perturbations créées par la crise de liquidité (De Bandt et Pfister, 2003). Par le passé, des banques centrales ont dérogées à leurs comportements habituels en autorisant de telles interventions (exemple: le krach d'octobre 1987, la crise russe de l'automne 1998, les événements de septembre 2001 et la dernière crise de 2008).

Par contre les seconds, sont destinés à un établissement dont la défaillance risquerait, par contagion, d'avoir des conséquences systémiques, n'est pas capable d'emprunter sur le marché interbancaire ou d'avoir accès auprès de la banque centrale à une facilité permanente. Une telle intervention relève, selon Goodfriend et King (1988)<sup>46</sup>, de la «politique bancaire». Ne conduisant pas forcément à un accroissement de la base, elle ne comporte pas de risque de conflit avec la conduite de la politique monétaire, même dans une optique à très court terme. En fin, c'est une

---

<sup>45</sup> Rochet J.C. et Vives, X. (2002): « Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All? », CEPR Discussion Paper, 3233, February.

<sup>46</sup> Goodfriend, M. et King, R.G. (1988): « Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking », Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review, May-June.

création de réserves permettant le transfert de risques du bilan des agents privés vers celui de la banque centrale.

Cependant, il est intéressant de signaler que l'efficacité et les limites de la politique monétaire sont traitées, dans la littérature économique, en tenant compte de la nature des anticipations, de l'état du système dans lequel elle s'insère, de la stratégie politique mise en oeuvre, et l'environnement international auquel elle est confrontée.

### 2.3.3.5. Le canal des anticipations

Les anticipations des agents influent sur leur comportement. Le lien entre ces comportements et la politique monétaire se fait à travers les signaux envoyés par la banque centrale. Dans le cas où celle-ci annonce une baisse des taux de refinancement, les anticipations des agents l'interprètent comme un soutien à l'activité économique. L'importance de ce canal est liée à la crédibilité des annonces de la banque centrale en matière de politique monétaire.

Selon ce canal, la définition de la politique monétaire dépend de la nature des anticipations. Elles peuvent être adaptatives, rationnelles, voire conventionnelles.

#### 2.3.3.5.1. La politique Monétaire et anticipations adaptatives

La notion d'anticipations adaptatives a été exploitée par les monétaristes pour dicter leur vision de la politique monétaire. Ainsi, selon Friedman (1971), la monnaie constitue le déterminant essentiel de l'activité économique. En partant de son hypothèse, fondamentale, de la constance de la masse monétaire sur le long terme, Friedman démontre que, le revenu permanent anticipé et le revenu effectif tendent vers leurs taux de croissance et de même pour la demande de monnaie, s'élevant comme le revenu permanent, suit l'offre de monnaie. Ainsi, la vitesse de circulation de la monnaie et le taux d'intérêt restent constants. Dans ce cas, la tâche des autorités monétaires, consiste à anticiper le taux de croissance réelle de l'économie afin de choisir un même taux de croissance des revenus permanent anticipé et effectif en conformité avec cette valeur anticipée pour que celle-ci connaisse une évolution régulière sans inflation.

Par ailleurs, à court terme il suppose que la croissance du revenu permanent est faiblement modifiée et reste supérieure à l'inflation anticipée. Suivant le revenu permanent, la croissance de la demande de monnaie étant supérieure à celle de l'offre, la vitesse de circulation de la monnaie baissera et les taux d'intérêt augmenteront. Ce processus conduira à une croissance effective inférieure à la nouvelle croissance de la monnaie qui se traduit, momentanément, par une augmentation du chômage. Ce résonnement sur le court terme est

conforme à la courbe de Philips. Le résonnement inverse est juste une fois que la croissance effective baisse en affectant les anticipations. Ainsi, le revenu permanent devrait baisser et, avec lui, la demande de monnaie qui entraîne une hausse de la vitesse de circulation de la monnaie et une baisse du taux d'intérêt relançant l'activité économique. Après un délai le revenu permanent anticipé et le revenu effectif devraient s'ajuster à la nouvelle valeur du taux de croissance de la monnaie. Au final, avec cet ajustement l'économie suivrait une nouvelle évolution régulière avec une stabilité des prix. L'idée, fondamentale, de cette approche est qu'en raison du retard d'adaptation des agents, la politique monétaire pourrait influencer sur la croissance du revenu à court terme mais non à long terme. Cette idée a été critiquée par les partisans de l'hypothèse dite des anticipations rationnelles.

#### 2.3.3.5.2. Politique monétaire et anticipations rationnelles

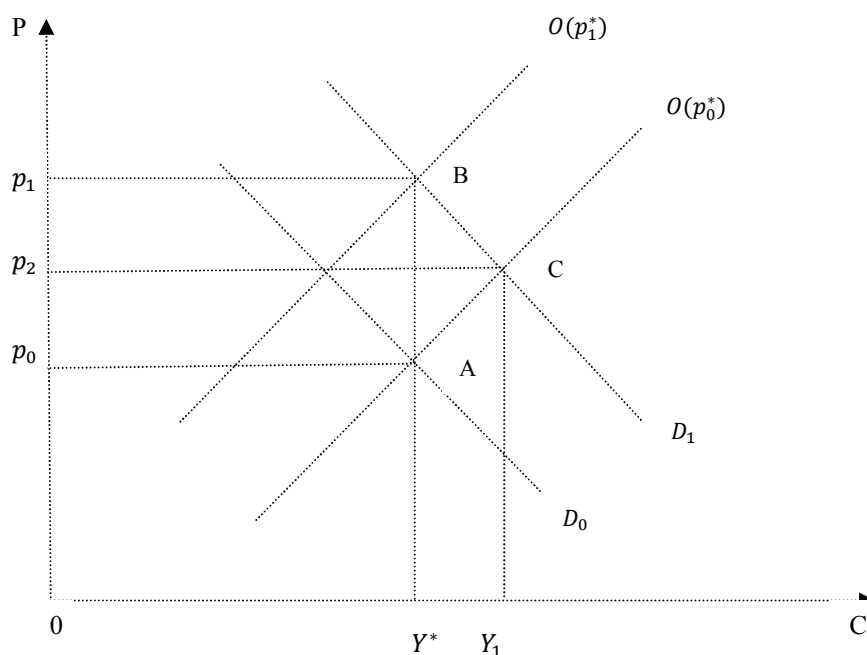
Selon l'hypothèse de départ de cette approche, compte tenu de l'information disponible au moment de la prévision, une anticipation rationnelle fait que : en  $t-1$ , la prévision de la valeur des prix en  $t$ , coïncide avec l'espérance mathématique de cette valeur. Ainsi, les anticipations sont identiques à la prévision optimale. A la différence des anticipations adaptatives<sup>47</sup>, les informations prises en compte regroupent l'ensemble des données disponibles, ainsi que le modèle théorique permettant de les traiter. Il y aurait alors une parfaite concordance entre la probabilité subjective de réalisation d'un phénomène (telle qu'elle est calculé par un agent rationnel) et la probabilité objective de survenance de ce même phénomène (telle qu'elle peut être déduite du modèle de l'économie).

Appliqué à la monnaie, se résonnement stipule que l'impact des variations de la quantité de monnaie sur l'économie dépend alors de leur caractère anticipé ou non Sargent, T et Wallace, W. (1975). Les mêmes résultats ont été repris par la nouvelle économie classique, qui considère que si les variations de la quantité de monnaie sont parfaitement anticipées, les offreurs et les demandeurs revalorisent les prix des biens d'un même pourcentage et au bout du compte il n'y aura aucun changement dans leur situation réelle et l'effet de la monnaie sur l'économie réelle est neutre. Se résonnement est représenté selon le graphique suivant :

---

<sup>47</sup>Pour ce type d'anticipations, Les informations se résument en la seule chronique passée de la variable étudiée.

Graphique 1.3. Politique monétaire et anticipations rationnelles



Source : Ottavj, C. (2014) Op. Cité, P. 279.

Pour un niveau d'activité initial ( $Y^*$ ) et celui des prix ( $p_0$ ), en cas d'une anticipation d'une hausse des prix, de la part des entreprises et les salariés, le niveau général des prix augmente à ( $p_1$ ). Dans le but de conserver leur pouvoir d'achat, les salariés exigent des rémunérations plus élevées, ainsi les coûts de production des entreprises s'élèvent et la courbe de l'offre se déplace vers la gauche de  $o(p_0^*)$  vers  $o(p_1^*)$ .

Par ailleurs, l'effet de l'augmentation de la quantité de monnaie est analysé selon le fait que celle-ci est anticipée ou non. En cas d'anticipations rationnelles, les agents prévoient le déplacement de la courbe de demande vers la droite de ( $D_0$ ) vers ( $D_1$ ) et en même temps ils anticipent l'augmentation des prix à ( $p_1$ ). Ainsi, la courbe d'offre se déplace, normalement vers la gauche à  $o(p_1^*)$  et coupe celle de la demande au point (B) et le produit global ( $Y^*$ ) reste inchangé, par contre le niveau général des prix augmente à ( $p_1$ ).

En cas où cette augmentation de la quantité de monnaie n'est pas anticipée, les agents ne se rendent pas compte du déplacement de la courbe de demande et n'anticipent pas un changement des prix, qui restent à [ $o(p_0^*)$ ]. Ainsi, la courbe d'offre ne se déplace pas est l'équilibre s'établi au point (C). Dans le même temps, le produit global et le niveau des prix ont donc augmentés respectivement à ( $Y_1$ ) et ( $p_2$ ). A cet égard, Lucas, Jr. (1972) et Sargent, T. (1975), démontrent l'existence d'une économie où les comportements maximisateurs des agents neutralisent les effets de la politique monétaire. Au bout du compte, les variations de la demande

globale de biens et services sont reliées à celles des prix, et en définitive aux réactions des offreurs.

Selon le modèle construit par Lucas R. Jr (1972), lorsque l'on mène une politique monétaire, cette politique est parfaitement anticipée parce que les individus comprennent ce que l'on fait, et sont capables d'anticiper et de prévoir l'incidence de cette politique sur l'économie. Cependant, le rôle assigné aux autorités monétaires demeure à l'instar des monétaristes, le contrôle de la croissance de la masse monétaire.

Pour conclure, la politique monétaire n'agit donc pas seulement par les taux d'intérêt et les anticipations, selon le canal classique, mais aussi par les canaux qui sont, directement ou indirectement, liés aux banques et à leurs relations, plus ou moins fortes à l'économie, aux marchés et à leurs clients dépositaires de ressources ou du moins ce que nous avons appris de la récente crise financière mondiale.

Cela implique une coordination entre politique monétaire et politique prudentielle qui, toutes deux, doivent œuvrer à la stabilité macroéconomique. Chacune doit aussi évoluer pour converger vers la stabilité financière globale. Dans ce cadre, la politique monétaire ne se limite pas au contrôle de l'inflation. Elle prend aussi en compte, notamment, la croissance du crédit ainsi que les évolutions des prix d'actifs, afin de contribuer à la stabilité financière. La politique prudentielle, quant à elle, ne se limite pas à la maîtrise des risques individuels des établissements bancaires et financiers (supervision micro-prudentielle). Elle s'étend à la stabilité globale du système financier, au moyen d'une supervision macroprudentielle. La coordination entre politique monétaire et politique prudentielle implique alors, pour la banque centrale, de trouver l'intersection optimale et de déterminer son degré d'implication dans la politique prudentielle. La politique macroprudentielle constitue cette zone d'intersection. D'où l'intérêt d'une analyse plus approfondie de ce que la littérature économique appelle la politique monétaire non conventionnelle.

## Section 3. Politique monétaire non conventionnelle : avantages et conséquences

### Introduction

Après la crise financière de 2008, les économies et les systèmes financiers dans le monde ont connu des bouleversements importants qui ont modifié, essentiellement, la transmission de la politique monétaire et ainsi les arbitrages auxquels les banques centrales font face. Celles-ci ont inventé et mis en œuvre des instruments nouveaux. Au départ, en rapprochant leurs taux directeurs au plus proche de zéro<sup>48</sup>, puis en adoptant des mesures non conventionnelles, comme les achats d'actifs à grande échelle dans le cadre de programmes d'assouplissement quantitatif, en améliorant leur communication pour mieux guider les anticipations des agents à travers la pratique du conseil en avance ou encore la pratique du taux de dépôt négatif. Ces bouleversements, se sont traduits par un allongement des délais de réaction de la production et des prix aux chocs de la politique monétaire (Belongia, M. et Ireland, P. 2016). Pour contrer cette réaction négative, la littérature au tour de la politique monétaire s'est focalisée davantage sur le possible arbitrage entre la stabilité macroéconomique et la stabilité financière. Durant cette période, les principales banques centrales ont décidé de satisfaire intégralement la demande de réserves émanant des banques à des taux fixes. L'objectif de cette mesure est de réduire autant que possible l'incertitude relative à la fourchette de la liquidité et son coût, de façon à débloquer le marché monétaire (Mishkin, F. 2010). Par contre, Svensson (2016), considère que les coûts d'une telle politique « allant à contre-courant » (*leaning against the wind*) excèderaient ses bénéfices.

Ce renversement à contre sens des pratiques et logiques habituelles des banques centrales, à créer un profond désaccord entre les économistes. Pour certains, les actions du type assouplissement de la politique monétaire, dans le but de consolider une stabilité financière, contribuerait à alimenter les bulles spéculatives, c'est-à-dire nourrirait les futures crises financières. Quoique, en période de récession, les autorités monétaires auraient peut-être une plus grande marge de manœuvre pour stimuler l'activité sans qu'il y ait un dérapage de l'inflation.

Par contre, pour d'autres les banques centrales doivent adopter explicitement un objectif de stabilité financière et à ne pas hésiter à resserrer leur politique monétaire davantage que ne l'impliquent les seules conditions macroéconomiques. Leur analyse suggère que la croissance

---

<sup>48</sup> Goodfriend M. (2000), étudiait l'existence d'une borne inférieure des taux d'intérêt comme une curiosité théorique.

s'en trouverait peut-être freinée à court terme, mais serait moins volatile et plus forte à moyen et long terme.

### 3.1. Instruments non conventionnels

Face à la crise mondiale de 2008, les banques centrales ont agi de manière agressive et pragmatique face aux effets négatifs de cette crise et de ses suites, en adoptant des politiques monétaires dites non conventionnelles<sup>49</sup> en combinant à leur convenance différents instruments, selon leurs propres objectifs et contraintes. Dans ce cadre, la littérature économique recense deux catégories d'instruments:

- l'assouplissement quantitatif ou (les achats d'actifs à grande échelle) ;
- la politique des taux d'intérêt faibles (parfois même négatifs et dans certains cas le ciblage des taux d'intérêt).

Alors que ces interventions et bien d'autres<sup>50</sup> ont été introduites dès le début la crise financière mondiale de 2007-2009. Initialement, ont été considérée comme temporaire, certaines devraient rester en place plus longtemps que prévu. Le non-conventionnel devient de plus en plus conventionnel, et les mesures des politiques monétaires non conventionnelles se sont établies dans le cadre de la stratégie de toute banque centrale moderne. Ainsi, par leur réactivité et leur rapidité, les banques centrales ont permis d'éviter le pire pour l'économie mondiale, à savoir une déflation mondiale comme celle des années 1930.

Une évaluation approfondie de l'efficacité et des implications potentielles de ces interventions est essentielle à la bonne conduite de la politique monétaire<sup>51</sup>. Plus appropriés que le taux d'intérêt dit neutre, c'est-à-dire celui qui prévalait avec le plein emploi et une inflation stable à moyen terme, l'utilisation de ces instruments, le plus souvent par les banques centrales, pourrait devenir plus probable que par le passé (Hamilton et al. 2015)<sup>52</sup>. Un trait caractéristique

---

<sup>49</sup> Selon la définition adoptée par Banque du Canada (2015), le terme «Politique monétaire conventionnelle» désigne l'ajustement du taux directeur, tandis que l'expression "politiques monétaires non conventionnelles" ou, de manière interchangeable, "mesures non conventionnelles" comprend les achats d'actifs à grande échelle et les taux d'intérêt négatifs.

<sup>50</sup> Les autres mesures comprennent, sans s'y limiter les trois principaux éléments suivants:

- les facilités de liquidité (impliquant la fourniture de liquidités par banques centrales pour faire face aux pressions élevées sur les marchés de financement à terme),
- les facilités de crédit (pour restaurer le fonctionnement d'un marché du crédit particulier et promouvoir le crédit bancaire),
- et orientations des anticipations (une communication régulière de la part de la banque centrale concernant la trajectoire future du taux directeur)

<sup>51</sup> Ces mesures sont jugés efficaces s'ils peuvent soutenir l'activité économique et l'inflation en assouplissant davantage les conditions financières et monétaires.

<sup>52</sup> Hamilton, J. D., Harris, E. S., Hatzius J. et West K. D. (2015): The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present, and Future. Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy Working Paper No. 16.



de cette nouvelle approche, de politique monétaire, est l'articulation entre deux objectifs, celui de la stabilité monétaire, appréhendée le plus souvent à partir du taux d'inflation, et celui de la stabilité financière.

### 3.1.1. L'assouplissement quantitatif (achats d'actifs à grande échelle)

Bien que difficile à le désigner, ce terme reste ambigu. Dans le cadre de cette analyse, nous retenons, la désignation retenue par Drumetz et al. (2015), qui le considère comme l'ensemble des achats de titres ayant vocation, en conjonction ou non avec un guidage des taux d'intérêt, à surmonter le plancher à zéro des taux d'intérêt (zero lower bound – ZLB). Dans un sens large, l'assouplissement quantitatif se traduit par la création de réserves et l'expansion du bilan de la banque centrale. Par contre, dans un sens étroit, l'assouplissement quantitatif porte sur des actifs sans risque (émissions des Etats considérés comme très solvables).

### 3.1.2. La politique des taux d'intérêt faibles

L'adoption de cette politique tient au fait que, dans l'urgence, les banques centrales ont cherché, d'une manière très réactive, à contenir les turbulences financières et d'amortir l'impact de celles-ci sur l'activité réelle. A cet effet, elles ont rapidement ramené leurs taux directeurs au plus proches de zéro et adopté ensuite d'autres mesures comme : des achats d'actifs à grande échelle dans le cadre de programmes d'assouplissement quantitatif ou encore poussé leurs propres taux directeurs en territoire négatif.

Ce renversement dans l'utilisation de cet instrument est en effet moins efficace pour au moins deux raisons :

- La première, c'est que la reprise a été lente ;
- La deuxième, les taux d'inflation reste faibles, et par fois même se sont traduits par une déflation ;

D'autres études, ont signalé, que dans un contexte où les taux d'intérêt sont faibles, l'efficacité de la politique monétaire devient décroissante (Panizza et Wyplosz, 2016)<sup>53</sup>. Dans le même sens, Barrio, C. et Hofmann, B. (2017) constatent que, dans un contexte de taux d'intérêt durablement faibles, la politique monétaire devient de moins en moins efficace à mesure que les taux d'intérêt diminuent. Les auteurs avancent deux catégories de raisons pour expliquer cette

---

<sup>53</sup> Panizza, U. et Wyplosz, C. (2016) : « The folk theorem of decreasing effectiveness of monetary policy : What do the data say ? ». Consulté sur le site : [https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2016/arc/pdf/Wyplosz\\_Panizza\\_Session1.pdf](https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2016/arc/pdf/Wyplosz_Panizza_Session1.pdf). le 4 /11/2017.

constatation: d'une part, les «vents contraires» induits par le contexte économique ; d'autre part, les non-linéarités inhérentes associées au niveau des taux d'intérêt.

Quoi que, les politiques qui ont été introduit pour améliorer la résistance du système financier peuvent prévenir et réduire la probabilité future de la survenue de crises financières (Côté 2014)<sup>54</sup>. Mais la question la plus importante qui se pose à ce stade d'analyse est de savoir si ces nouvelles formes de régulations bancaires et financières affecteront-elles de manière structurelle la transmission de la politique monétaire par les intermédiaires financiers ? La répondre à cette question dépend du degré de coopération entre les grandes banques centrales pour assurer la stabilité du système financier mondiale et résister à la tentation de la guerre des monnaies. Pour cela, on passe en revue l'expérience internationale en matière d'utilisation de ces politiques monétaires non conventionnelles, en mettant l'accent sur les canaux à travers lesquelles ces mesures fonctionnent et montrer en suite leur efficacité. Ensuite, on examine les coûts potentiels et les limites de ces outils.

### 3. 2. Efficacité des politiques monétaires non conventionnelles

#### 3.2.1. Mesures actuelles et expériences internationales

Les banques centrales ont introduit un large éventail de mesures qui ont évolué au fil du temps (pour un résumé d'une revue de littérature voir Reza et al. (2015)<sup>55</sup>. Dans chaque pays, ces mesures ont été adaptées selon leur nature, leur taille et leur vigueur à répondre aux conditions spécifiques du pays dans lequel elles ont été mises en œuvre. Récemment, les stratégies de politique monétaire des grands pays ont commencé à diverger. Les grands traits caractéristiques de cette divergence sont:

- certaines banques centrales, ont commencé à normaliser leurs politiques monétaires en élevant le taux directeur (la Fed depuis la fin de l'année 2017, et la Banque d'Angleterre continue de préparer les agents intervenants sur le marché pour une éventuelle augmentation);
- par contre, d'autres banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs par exemple (graphique 1.5). la BCE a abaissé son taux de dépôt en dessous de zéro en Juin 2014 et depuis il a été réduit trois fois pour atteindre -0,4 % en mars 2016.Cependant, les taux

---

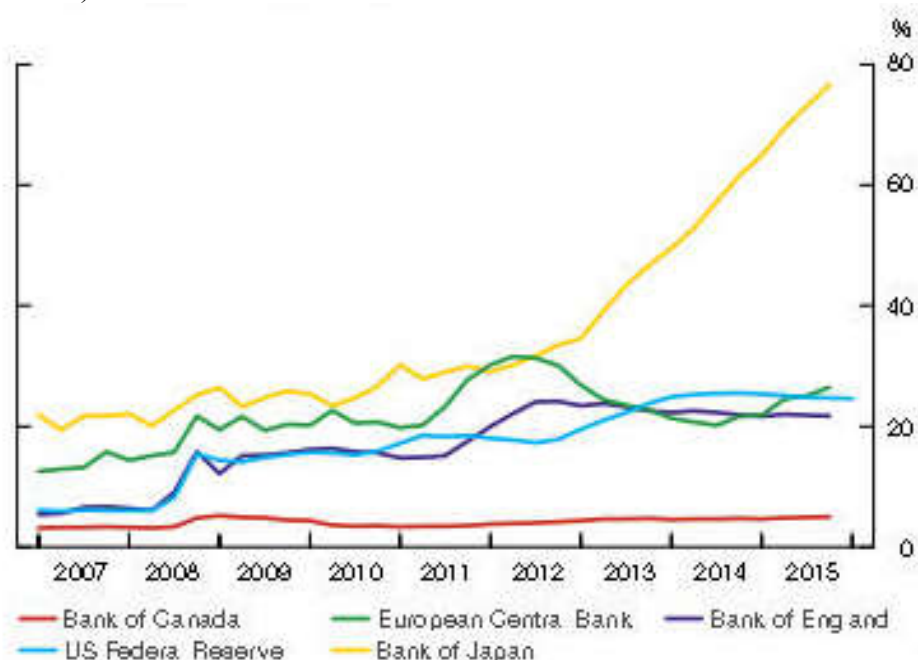
<sup>54</sup> Côté, A. (2014): "Inflation Targeting in the Post-Crisis Era." Speech to the Calgary CFA Society, Calgary, Alberta, Novembre.

<sup>55</sup> Reza, A., Santor E. et Suchanek, L. (2015): "Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound." Bank of Canada Staff Discussion Paper No. 2015-14.

directeurs des banques centrales du Japon, du Danemark, la Suisse et la Suède sont également tous négatives.

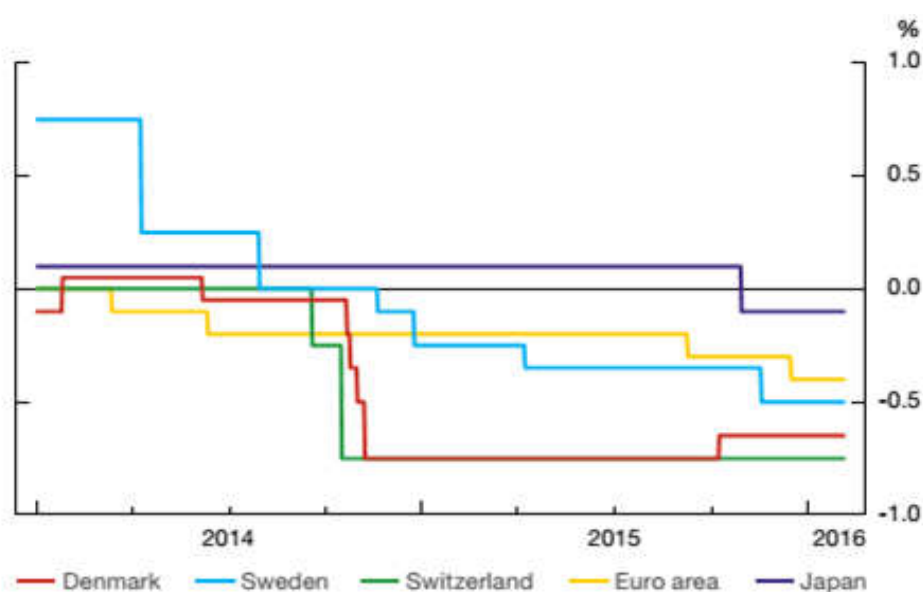
- Le maintien du niveau de détention d'actifs et donc la taille des bilans de certaines banques centrales, exemple de la Fed et de la banque d'Angleterre. En revanche, la Banque du Japon, la Banque centrale européenne (BCE) et d'autres banques centrales européennes non membre de la zone Euro (telles que la Riksbank suédoise) continuent à élargir leurs programmes d'achat d'actifs pour fournir des moyens monétaires supplémentaires à leurs marchés financiers (graphique 1.4).

Graphique 1.4: Total des actifs sur les bilans des banques centrales (En pourcentage du PIB, les données trimestrielles)



Sources: Santor, E. et Suchanek, L. (2016): A New Era of Central Banking: Unconventional Monetary Policies Bank of Canada review, P. 31

Graphiques 1.5 : La Politique monétaire des taux d'intérêt



Notes: Denmark—certificate of deposit rate; Sweden—repo rate/rate of interest on Riksbank certificates; euro area—deposit rate; Switzerland—midpoint of target range for three-month London Interbank Offered Rate; Japan—rate on outstanding balance of financial institution's current account

Sources: Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank, Swiss National Bank, European Central Bank

Last observation: 5 May 2016

Sources: Santor, E. et Suchanek, L. (2016): A New Era of Central Banking: Unconventional Monetary Policies Bank of Canada review, P. 31.

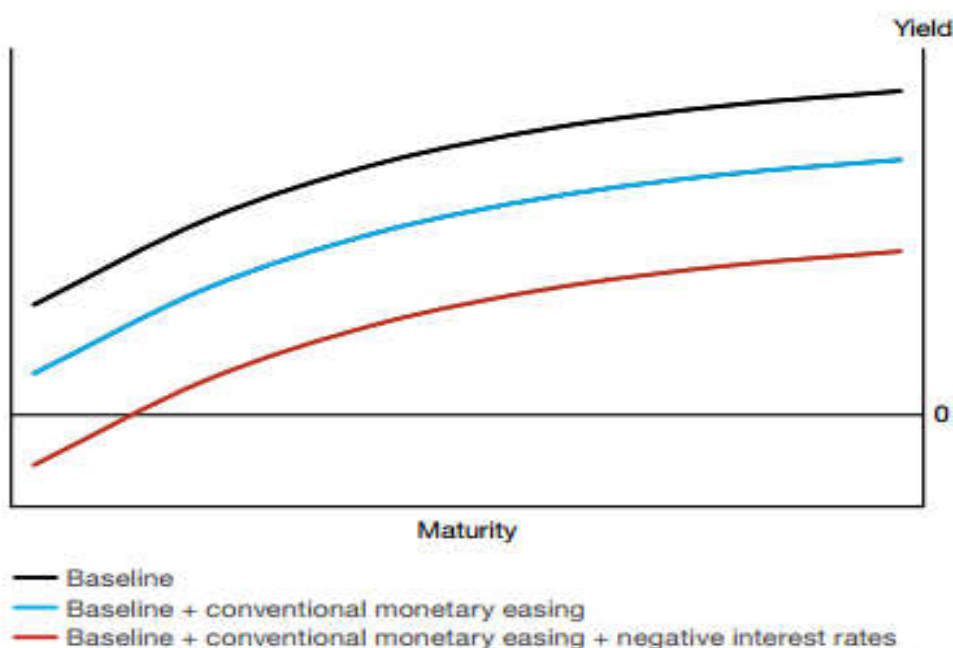
### 3.2.2. Les canaux de transmission et leur efficacité

Compte tenu de ce qui a été indiqué plus haut sur les instruments d'une politique monétaire non conventionnelle, il est possible de rendre compte que les canaux par lesquels les achats d'actifs affectent les marchés financiers et se transmettent à l'économie réelle, sont facile à identifier<sup>56</sup>. A cet effet, une opération d'achat d'actifs fait grimper le prix des actifs achetés et réduit leur rendement, ce qui aplatit la courbe de rendement de la catégorie d'actifs achetés (graphique 1.6).

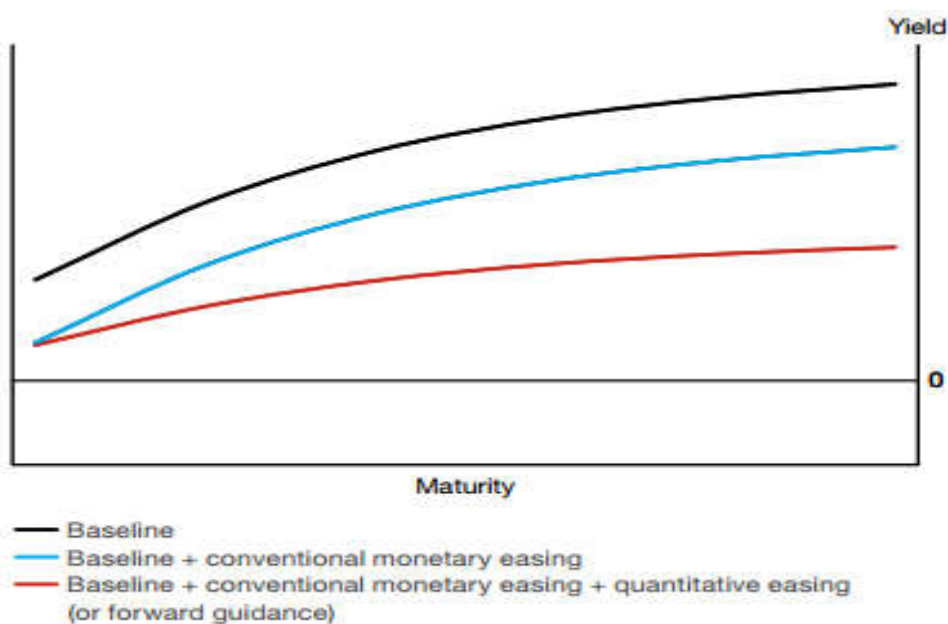
<sup>56</sup> Pour une revue de littérature plus détaillée voir par exemple : Poloz (2015) et Reza et al. (2015)

Graphique 1.6: Effet des politiques monétaires non conventionnelles sur la courbe de rendement (exemple illustratif)

a. Les taux d'intérêt négatifs modifient la courbe des rendements à toutes les échéances



b. L'assouplissement quantitatif (et le forward guidance) aplatit la courbe des rendements



Sources: Santor, E. et Suchanek, L. (2016): A New Era of Central Banking: Unconventional Monetary Policies Bank of Canada review, P. 32.

Quand aux taux d'intérêt du marché, il existe plusieurs canaux à travers lesquels ces taux d'intérêt peuvent se transmettre à l'économie réelle. En effet, si les taux d'intérêt du marché sont plus bas, ils devraient améliorer les conditions financières et économiques nationales. Car les

coûts de financement des entreprises et des ménages sont réduits, ce qui signifie qu'ils sont incités à accroître les emprunts. Par ailleurs, l'assouplissement quantitatif peut également avoir des effets plus indirects sur les emprunts du secteur privé par le biais d'effets de bilan. Si les entreprises sont en mesure d'emprunter à un taux inférieur pour rembourser une dette dont le taux est plus élevé, la situation du bilan s'améliorerait ce qui pourrait impliquer plus de dépenses d'investissement à l'avenir. De même, les ménages peuvent refinancer les prêts hypothécaires à des taux inférieurs, améliorant ainsi leur position de bilan.

Dans le même temps, si les prix des actifs sont élevés, les investisseurs sont encouragés à abandonner des obligations d'État au profit des actifs plus risqués. Ainsi, des prix d'actifs plus élevés peuvent à leur tour créer un effet de richesse qui stimule la dépense et la confiance (Reza, Santor et Suchanek, 2015). Enfin, en affectant les écarts de taux d'intérêt, l'assouplissement quantitatif exerce une pression à la baisse du taux de change, donnant une impulsion à la demande globale grâce à la compétitivité des prix de la production nationale.

Les études empiriques récentes sur l'assouplissement quantitatif, ont permis, aux responsables de l'élaboration des politiques, de recueillir suffisamment de preuves et d'éléments pour prouver que cet instrument a fourni des services monétaires et financiers importants aux économies des pays qui ont connu des difficultés dans ce domaine durant la période de crise. En particulier, de nombreuses études ont montré que l'assouplissement quantitatif a abaissé les taux d'intérêt non seulement sur les actifs achetés, mais aussi sur d'autres types de débits<sup>57</sup>. Cependant, ces études ont émis une mise en garde commune et ont signalé que l'effet d'un taux d'intérêt plus bas est généralement basé sur les rendements de la dette existante plutôt que sur les coûts de financement des entreprises pour les nouveaux emprunts. Ainsi, si l'accès au crédit est limité et que l'emprunteur ne peut tirer parti des rendements plus faibles des taux, la transmission de cet instrument peut ne pas être aussi efficace si les emprunteurs ne bénéficient pas des taux du marché inférieurs (Reza et al.2015).

Bien qu'ils soient plus difficiles à mesurer, Reza et al. (2015), ont également estimé les effets macroéconomiques de l'assouplissement quantitatif à l'aide de divers modèles et méthodes et ont conclu que les achats d'actifs par les grandes banques centrales ont eu un impact important

---

<sup>57</sup> Pour un examen des preuves empiriques, voir en particulier : le rapport du FMI (2013) et Reza, Santor et Suchanek (2015). Ces études ont évalué les effets cumulatifs des programmes d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine 90 points de base (bps) et 200 bps. Au Royaume-Uni, les effets cumulatifs estimés vont de 45 bps à 160 bps. Au Japon, le FMI (2013), estime que les achats d'obligations d'État, les politiques d'assouplissement monétaire global et d'assouplissement monétaire quantitatif et les rendements à 10 ans s'élèvent d'environ de 30 points de base.

sur la croissance du PIB et l'inflation<sup>58</sup>. La principale conclusion, à retenir, de cette étude est que l'assouplissement quantitatif peut être considéré comme un substitut à la politique monétaire conventionnelle lorsque les taux directeurs sont proches de la limite de la bonde inférieure effective c'est-à-dire zéro.

En ce qui concerne les taux d'intérêt négatifs, pour Jackson (2015) et Hannoun (2015), les canaux de transmission sont similaires à ceux de l'assouplissement quantitatif c'est-à-dire une baisse de la courbe des taux à toutes les échéances (graphique 1.6). Cependant, il est intéressant de signaler, qu'il n'ya pas suffisamment de recule dans l'utilisation de cet instrument qu'avec l'assouplissement quantitatif, mais les résultats qui sont disponibles jusqu'ici (Graphique 1.7) sont encourageants: les taux du marché monétaire à court terme ont diminué et l'assouplissement a été transmis au solde des actifs de plus longue maturité. Pourtant, la répercussion des taux négatifs sur les taux du marché a été incomplète, suggérant que le mécanisme de transmission de la politique monétaire peut être devenu plus faible (Witmer et Yang 2016)<sup>59</sup>.

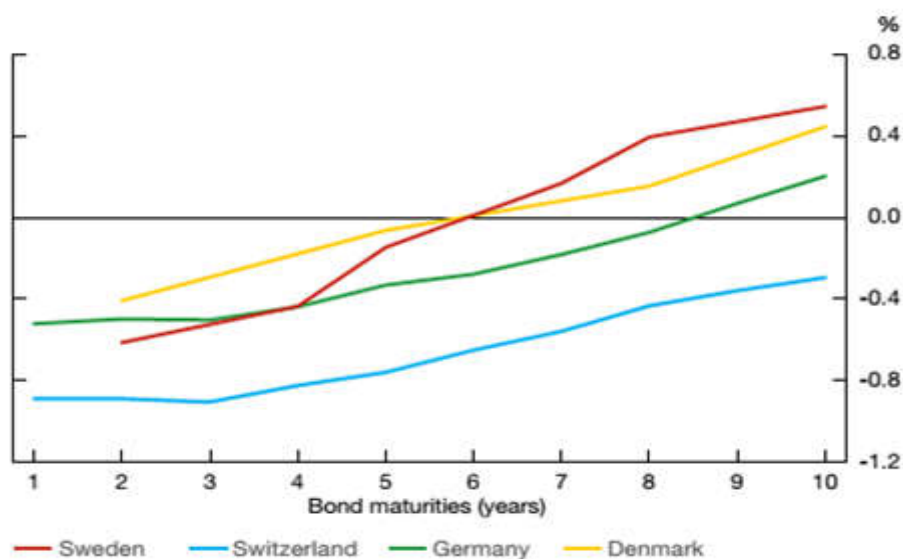
En tout état de cause, des problèmes importants pour la politique monétaire ont été signalé, pour Stein (2012) l'assouplissement quantitatif peut être, parfois, préjudiciable au fonctionnement du marché. En revanche, (Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen (2013), constatent qu'il peut réduire, même, le bien-être.

---

<sup>58</sup> Les chercheurs ont construit des scénarios contrefactuels à l'aide de modèles d'équilibre général intertemporel stochastique (Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE), ainsi que de modèles économétriques semi-structuraux ou de forme réduite). Cependant, il existe une incertitude importante sur les effets macroéconomiques estimés de l'assouplissement quantitatif et les conclusions de ces études doivent être considérés comme une mise en garde.

<sup>59</sup> Witmer, J. et Yang, J. (2016) : "Estimating Canada's Effective Lower Bound." Bank of Canada Review (spring): 3–14.

Graphique 1.7 : Les courbes de rendement des obligations d'État



Sources: Santor, E. et Suchanek, L. (2016): A New Era of Central Banking: Unconventional Monetary Policies Bank of Canada review, P 33.

Quoi que, l'adoption des politiques monétaires non conventionnelles, par certaines banques centrales, a fourni suffisamment de preuves sur les mécanismes, les effets et les implications de ce genre de politique monétaire, des problèmes importants subsistent. Santor E. et al. (2016), signalent l'existence de nombreux coûts potentiels pour de telles mesures. Pour les auteurs, certains de ces coûts sont associés à l'assouplissement monétaire prolongé plus généralement.

### 3.3. Conséquences non prévues des politiques monétaires non conventionnelles

Bien que cette nouvelle pratique des banques centrales n'ait pas encore achevée, certains observateurs critiques ont noté que les mesures extraordinaires de cette nouvelle politique ont conduit, dans certains cas, au fonctionnement du marché en difficulté et ont contribué à l'augmentation du risque dans le système financier. Pour Santor E. et al. (2016), l'utilisation de l'assouplissement quantitatif, peut affecter le fonctionnement du marché pour deux raisons principales :

- Premièrement, l'assouplissement quantitatif diminue la disponibilité d'actifs sûrs qui fournissent des services importants, tels que des garanties. En particulier, les obligations d'État à long terme un service de valeur refuge semblable à de l'argent à certains investisseurs, tels que les investisseurs qui doivent détenir ces actifs liquides de haute qualité avec des exigences réglementaires. De plus, les mêmes actifs peuvent être utilisés plusieurs fois dans une chaîne de transactions financières, en amplifiant leur rôle de la liquidité dans le système financier



(Claessens et al. 2012). A cet effet, l'assouplissement quantitatif supprime une fraction des actifs sûrs du système financier, ainsi il peut être préjudiciable au fonctionnement du marché (Stein 2012) et même réduire le bien-être (Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen 2013).

- Deuxièmement, si les avoirs de la banque centrale constituaient une part significative de l'offre exceptionnelle, la découverte des prix pourrait être compromise et les primes de la liquidité augmenteraient. Si une telle dégradation du fonctionnement des marchés financiers pourrait, si elle se prolongeait, entraver l'activité économique réelle, il n'est pas prouvé cette fois-ci que les programmes de l'assouplissement qualitatif existants ont conduit à la pénurie de sûretés sûres ou si cela est le résultat d'une multitude d'autres facteurs, tels que les exigences de liquidité et de fonds propres renforcées en vertu de Bâle III.

Toutefois, Witmer et Yang (2016) signalent quelques préoccupations au sujet de l'impact du taux d'intérêt négatif sur le fonctionnement des marchés financiers, en particulier pour les actifs financiers et les paiements qui sont explicitement ou implicitement contraints d'aller en dessous de zéro. D'autre part, s'agissant du fond du débat, Alsterlind et al. (2015)<sup>60</sup>, McAndrews(2015) ou Cœuré (2014) font remarque que de telles frictions ne puissent à elles seules limiter la transmission normale de la politique du taux négative à l'économie réelle, la combinaison de plusieurs d'entre eux pourrait bien le faire donc.

D'une manière générale, il est reproché aux politiques monétaires non conventionnelles le fait qu'elles visent à réduire les rendements à long terme est qu'elles conduisent les investisseurs à accroître leur exposition aux actifs risqués, ainsi qu'au risque de taux d'intérêt, dans leur recherche de rendement (Hannoun 2015). Cette conclusion est partagée par Reza, et al. (2015)<sup>61</sup>. Pour ces auteurs, bien qu'il s'agisse d'un canal clé à travers lequel l'assouplissement quantitatif et les taux d'intérêt négatifs sont conçus pour fonctionner durant des périodes prolongées, la prise de risque excessive peut contribuer à des déséquilibres dus à la surévaluation des prix des actifs et à la faiblesse des critères de crédit.

---

<sup>60</sup> Alsterlind, J., Armelius, H., Forsman, D., Jönsson B. et. Wretman A.-L. (2015): "How Far Can The Repo Rate Be Cut?" Sveriges Riksbank Economic Commentaries No. 11.

<sup>61</sup> Reza et al. (2015), Citent des risques tels que : (i) les désincitations pour les gouvernements, les entreprises et les ménages à réduire leur dette, retardant ainsi l'ajustement nécessaire du bilan, (ii) les inquiétudes concernant la stabilité financière et (iii) les effets asymétriques ou distributifs qui profitent aux emprunteurs et punir les épargnants.

### 3.4. Facteurs influençant l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles

Il est important de reconnaître que le contexte économique influe sur la façon dont les politiques monétaires non conventionnelles fonctionnent, ce qui implique que l'expérience accumulée, à ce jour, ne constitue pas un guide parfait pour anticiper l'efficacité de ces politiques à l'avenir. En d'autres termes, leur succès dépend de l'état. Par exemple, de nombreuses politiques monétaires non conventionnelles mis en œuvre pendant la crise où les marchés financiers ont été dépréciés, ont eu des effets sur les rendements obligataires, mais ces effets deviendraient probablement plus petits quand la liquidité s'améliore (Rogers, Scotti et Wright 2014). De même, l'efficacité de l'assouplissement quantitatif pourrait être plus limitée dans les petites économies ouvertes parce que les rendements obligataires nationaux sont fortement corrélés avec les rendements obligataires internationaux<sup>62</sup>. L'impact de l'assouplissement quantitatif peut en outre donner le sentiment que la transmission à travers le canal de prêt bancaire dépend de la structure des marchés financiers (Butt et al. 2014)<sup>63</sup>.

De même, pour certains, la logique concernant les rendements décroissants s'appliquent à l'utilisation de taux d'intérêt. Selon (Bean 2013), l'effet d'une réduction des taux d'intérêt en territoire négatif est plus modeste que celui si on les laisse en territoire positif. Son argument, consiste à dire que la transmission est incomplète aux taux de dépôt et de prêt.

### 3.5. Limites et inconvénients des politiques monétaires non conventionnelles

Plusieurs travaux récents critiquent les performances des politiques monétaires non conventionnelles. Parmi ces travaux figurent ceux de Reza, et al. (2015) qui considèrent que leurs avantages peuvent ne pas l'emporter sur leurs coûts. De même, Fischer (2016), souligne le fait qu'il est difficile de quantifier les coûts et les avantages de telles politiques et les cadres analytiques actuels pourraient sous-estimer les risques de la politique monétaire pour la stabilité financière. D'autre part, Jackson (2015) et Witmer et Yang (2016), dans leurs analyses ont bien affirmé que l'utilisation de taux directeurs négatifs est limitée par la limite de la bonde inférieure effective. En effet, selon leurs études, les expériences internationales suggèrent, que la limite de

---

<sup>62</sup> L'expérience de la Riksbank montre cependant que l'assouplissement quantitatif peut réduire non seulement les rendements obligataires, mais aussi les différentiels de rendement par rapport aux bunds allemands (De Rezende, Kjellberg et Tysklind 2015). De plus, dans une économie ouverte, l'effet des l'assouplissement quantitatif LSAP peut être ressenti davantage par le biais du taux de change, ce qui stimule l'économie par l'augmentation du commerce net (Reza, Santor et Suchanek 2015).

<sup>63</sup> Butt, N., R. Churm, M. McMahon, A. Morotz and J. Schanz.( 2014): "QE and the Bank Lending Channel in the United Kingdom." Bank of England Working Paper No. 511.

cette bande est autour de -0,25 à -1,0% selon les pays. Pour eux, si les taux directeurs devaient être abaissés davantage ou persister exceptionnellement à des niveaux faibles sur une période plus longue, la transmission de la politique monétaire pourrait s'affaiblir de sorte que, finalement, les coûts de l'utilisation de taux négatifs pour stimuler l'économie l'emporteraient sur les avantages.

Par ailleurs, une autre partie de la littérature s'intéresse aux coûts potentiels plus généraux. Certains observateurs ont fait valoir que, si l'assouplissement quantitatif est perçu comme un moyen visant à monétiser les grands déficits par l'inflation, il pourrait nuire à l'indépendance de la banque centrale et à sa crédibilité. Par contre, d'autres prétendent que l'utilisation de l'assouplissement quantitatif, peut créer des difficultés aux banques centrales au moment où elles veulent augmenter les taux quand il devient nécessaire. Lavigne, et al. (2014)<sup>64</sup>, ont soutenu l'idée que l'utilisation de l'assouplissement quantitatif dans les pays développés s'est transmis aux économies émergentes sous forme de flux de capitaux et pressions à la hausse des prix des actifs et des taux de change. Dans leur étude Glick et Leduc (2015)<sup>65</sup>, constatent que le dollar américain s'est déprécié plus en réponse à l'utilisation de l'assouplissement quantitatif qu'à la politique conventionnelle.

Au finale, l'expérience internationale de l'adoption des politiques monétaires non conventionnelles a montré que lorsque le taux directeur est proche de la limite de la bande inférieure, les banques centrales peuvent, toujours, trouver des solutions adéquates. Selon l'avis de plusieurs experts, dans les domaines monétaires et financiers, compte tenu de l'existence des limites des bandes inférieures et des coûts potentiels de ces mesures, les politiques monétaires non conventionnelles ne constituent pas de parfaits substituts à la politique monétaire conventionnelle, mais plutôt, des outils adéquats à la disposition des banques centrales. D'autre part, leur utilisation nécessite une bonne compréhension de leurs conséquences imprévues et de leurs limites, afin que les banques centrales puissent, dans la mesure du possible, à les minimiser Draghi, M. (2015)<sup>66</sup>. L'auteur, ajoute qu'en effet, la mise en œuvre simultanée de la réglementation peut aider à atténuer, voire à compenser, les risques financiers et les distorsions résultant d'un environnement faible pour une longue durée. Dans le même sens, Santor E. et Suchanek L. (2016), signalent que les décideurs doivent être conscients que les politiques

---

<sup>64</sup> Lavigne, R., Sarker, S. et Vasishtha, G. (2014): « Spillover Effects of Quantitative Easing on Emerging-Market Economies. » Bank of Canada Review PP. 23–33.

<sup>65</sup> Glick, R. et Leduc, S. (2015): « Unconventional Monetary Policy and the Dollar: Conventional Signs, Unconventional Magnitudes. » Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2015-18.

<sup>66</sup> Draghi, M. (2015): « The ECB's Recent Monetary Policy Measures: Effectiveness and Challenges. » Camdessus lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C., 14 May.

monétaires non conventionnelles ne peuvent pas compenser les sources structurelles de faiblesse des marchés financiers ni compenser l'absence de mesures de relance budgétaire ou compenser les effets de l'assainissement budgétaire.

Toute fois, l'ensemble des travaux dans ce domaine, signalent l'importance que peut exercer une bonne communication sur la mise en œuvre des outils extraordinaires de la politique monétaire non conventionnelle. Cette communication est primordiale pour s'assurer que les participants au marché financier et le public comprennent le but et l'utilité de l'utilisation des outils innovants tels que : les taux d'intérêt négatifs. A cet effet, les banques centrales doivent donc communiquer clairement leurs décisions et les relient à plusieurs reprises à leurs objectifs mandatés Santor et Suchanek (2013)<sup>67</sup>.

Mêmes avec ces bouleversements, ni l'indépendance des banques centrales, ni la primauté de leur objectif de stabilité des prix n'ont été remise en cause. Mais la question de la prise en compte de la stabilité financière reste toujours posée. Certes, ces mutations ne se sont pas généralisées à toutes les banques centrales, certaines d'entre elles sont revenues à leur activité domestique comme auparavant, mais d'autres ont commencé à resserrer leur politique monétaire, notamment pour éviter une surchauffe de leur économie et la formation d'une nouvelle bulle spéculative. Aujourd'hui, même si des banques centrales comme la BCE et la banque du Japon continuent à adopter de nouvelles mesures pour davantage assouplir leur politique monétaire, la Fed a quant à elle réduit ses achats d'actifs et a déjà commencé à relever son taux directeur, en raison du retour de l'économie américaine à son objectif de plein emploi.

Jusqu'ici, ces changements sont considéré comme exceptionnels et dont lesquelles, certains, voient un renouvellement profond du métier du banquier central. Ce résultat est fondé sur l'analyse de très nombreuses banques centrales dans le monde qui se sont engagées dans la voie du renouvellement en réponse à la crise économique et financière de 2008.

Les travaux d'Aglietta, Berrebi et Cohen (2009)<sup>68</sup> sont sur ce point éclairant, qui montrent combien l'articulation entre deux objectifs, la stabilité monétaire (appréhendée le plus souvent à partir du taux d'inflation) et la stabilité financière est importante pour l'efficacité de la politique monétaire.

---

<sup>67</sup> Santor, E. et Suchanek, L. (2013): « Unconventional Monetary Policies: Evolving Practices, Their Effects and Potential Costs ». Bank of Canada Review, PP.1–15.

<sup>68</sup> En exploitant un questionnaire envoyé, à travers le monde, à des banquiers centraux, à des économistes et à des superviseurs.

Dans le même sillage, Blinder et al. (2016) se sont demandé si les récents changements observés dans la mise en œuvre de la politique monétaire sont susceptibles ou non d'être permanents. Ils s'appuient en l'occurrence sur deux sondages qu'ils ont menés au début de l'année 2016, l'un réalisé auprès des banquiers centraux à travers le monde et un second réalisé auprès des économistes spécialistes de la politique monétaire. Ils constatent que les banquiers centraux, dans les pays les plus touchés par la crise, ont été ceux qui ont été les plus enclins à recourir à de nouvelles mesures de politique monétaire, d'avoir discuté de leurs mandats et d'avoir davantage communiqué sur leurs actions et objectifs. Mais il semble que les idées ont plus largement changé. Par exemple, les banques centrales dans les pays les moins touchés par la crise ont indiqué avoir mis en œuvre des mesures de politique macroprudentielle. En outre, la relation entre les banques centrales et leurs gouvernements peuvent avoir bien changé, les banques centrales franchissant plus souvent la ligne de démarcation.

Dans le prolongement de l'exploitation des résultats de leurs sondages, Blinder et al. (2016), constatent que le monde des banquiers centraux n'a pas beaucoup changé, abstraction faite pour la Fed, la banque d'Angleterre, la BCE et la banque du Japon : 70 % des gouverneurs des banques centrales qui ont répondu à l'annonce n'ont pas considéré l'éventualité d'adopter des taux nuls, voire des taux négatifs, ni même un programme d'assouplissement quantitatif.

Pour Blinder et al (2016), la crise mondiale a amené les approches de beaucoup de gouverneurs et d'universitaires de se retrouver sur les points suivants :

- reconsidérer ce que devait être le mandat des banques centrales ;
- beaucoup considèrent notamment que les autorités monétaires doivent ajouter la stabilité financière parmi leurs objectifs<sup>69</sup> ;
- la plupart ne considèrent pas l'éventualité d'abandonner l'objectif de ciblage d'inflation.

---

<sup>69</sup> Les mandats de certaines banques centrales ont d'ailleurs déjà été modifiés pour intégrer un objectif de stabilité financière.

## Conclusion

En résumé, il est important de connaître ce qu'on entend par politique monétaire avant de faire allusion à ses instruments. Ainsi, nous avons défini la politique monétaire selon différentes approches et nous avons exposé le fonctionnement de celle-ci dans sa généralité. Les instruments de la politique monétaire étant utilisés dans le but d'atteindre des objectifs, on est amené à connaître ces objectifs dans leur majorité. D'une manière didactique, les instruments de la politique monétaire ont été classifiés. Cette classification et l'utilisation de ces instruments dépendent du cadre théorique et de l'orientation de la politique monétaire choisie par les autorités monétaires. Tous ces instruments ne peuvent être utilisés dans une économie simultanément, c'est ainsi qu'on ne retrouve pas certains de ces instruments dans d'autre pays. De plus, la pratique de la politique monétaire est bien différente de la théorie.

D'autre part, dans toute la littérature économique un accent particulier a été mis sur le fait que la politique monétaire devait être conduite par une banque centrale indépendante du pouvoir politique, cela afin d'assurer sa crédibilité. Et que la politique de taux d'intérêt devait être globalement conforme à une règle, et ceci dans le but de faciliter la formation des anticipations des agents privés.

L'efficacité de la politique monétaire dépend de la manière dont le public comprend les objectifs de la banque centrale, ainsi que les moyens d'y parvenir, et les juge crédibles. En conséquence, une banque centrale doit communiquer clairement ce qu'elle cherche à accomplir et comment ses actions actuelle et futures sont censées concourir aux résultats souhaités. Du fait que les agents économiques réagissent, souvent, selon un processus d'anticipations rationnelles, il est primordial pour la banque centrale de réagir à l'évolution économique de manière prévisible et facilement explicable. De ce fait, elle aide et facilite les inflexions futures de sa politique monétaire.

Cependant, l'adoption des politiques monétaires non conventionnelles, par certaines banques centrales, a fourni suffisamment de preuves sur les mécanismes, les effets et les implications de ce genre de politique monétaire, des problèmes importants subsistent. Pour certains, un assouplissement monétaire prolongé peut se traduire par de nombreux coûts potentiels et contribue à l'augmentation du risque dans le système financier.

D'une manière générale, il est reproché aux politiques monétaires non conventionnelles le fait qu'elles visent à réduire les rendements financiers à long terme est qu'elles conduisent les investisseurs à accroître leur exposition aux actifs risqués, ainsi qu'au risque de taux d'intérêt.

Au final, pour certains économistes, bien qu'il s'agisse de canaux clés, l'assouplissement quantitatif et les taux d'intérêt négatifs sont conçus pour fonctionner durant des périodes prolongées, la prise de risque excessive peut contribuer à des déséquilibres dus à la surévaluation des prix des actifs et à la faiblesse des critères de crédit. Toute fois, certains signalent que, l'augmentation massive des actifs détenus par les banques centrales aura des effets persistants, à long terme, et plus incertains, que l'ajustement du taux directeur.

Quoi que, la crise financière a conduit à la mise en place de politiques monétaires non conventionnelles et à un réexamen en profondeur de la théorie et des instruments employés par les banques centrales, celles-ci n'ont jamais abandonné l'objectif de ciblage d'inflation. D'autant plus, qu'aujourd'hui elles bénéficient de perspectives d'inflation peu élevée favorisant la normalisation progressive et délibérée de la politique monétaire.

Ce chapitre nous a permis d'étudier une partie de la littérature portant sur la politique monétaire et de montrer comment celle-ci permet une meilleure gestion et une maîtrise de la croissance économique et le bien être de la société en général. Cet exercice nous a permis de comprendre les motivations du choix entre différents types de politiques monétaires ainsi que leurs avantages sur la conjoncture économique. Notre travail nous a permis d'identifier les facteurs influençant de tels choix.

Dans le chapitre qui suit, nous tenterons d'établir un état des lieux du régime du ciblage d'inflation. En suite, définir son mode d'action et analyser son impact sur les économies qui l'ont adopté. Grâce à notre analyse, du premier chapitre, nous avons pu comprendre que la mise en œuvre d'une politique monétaire exige un ensemble d'instruments et de règles économiques et financières. Ainsi, au cours des analyses de notre deuxième chapitre, nous chercherons, d'abord, à identifier quels sont les pré-requis institutionnels pour l'adoption de ce régime. En suite, nous définirons ses caractéristiques, ses avantages, ses mécanismes de transmission et sa crédibilité. Nous concluons ce chapitre par une comparaison des avantages et des inconvénients de ce nouveau régime de politique monétaire.

Le but de notre analyse du second chapitre, est de définir un cadre conceptuel permettant d'analyser ce régime de ciblage d'inflation. Puis, nous évoquerons le cadre opérationnel de la politique de ciblage d'inflation.

## Chapitre 2 : Crédibilité de la banque centrale, conduite du ciblage d'inflation et effets macroéconomiques



## Introduction

Les objectifs de la politique monétaire sont les buts fondamentaux d'une banque centrale. Pour la plupart des banques centrales dans le monde, il s'agit essentiellement de la stabilité des prix. Ainsi, les problèmes de la crédibilité de la politique monétaire et de la réputation des autorités monétaires, sont liés, essentiellement, aux préoccupations concernant la stabilité des prix. En suite, ils sont accentués par l'existence d'un environnement caractérisé par des risques de tensions inflationnistes et des signes de fragilité des systèmes financiers.

A cet effet, l'importance accordée à la notion de la crédibilité en matière de politique monétaire trouve son origine, dans la littérature économique, à partir de deux constats :

- sur le plan théorique : à partir des années quatre-vingts, les stratégies keynésiennes ont connu un échec dans la lutte contre la stagflation qu'a connu les principales économies mondiale. Ce qui a conduit naturellement à préconiser l'abandon, non seulement, de la fonction de stabilisation macroéconomique de la politique monétaire mais aussi la remise en cause de la non neutralité de la monnaie (pour les raisons mentionnées au chapitre 1) au profit de la prise en compte de l'incohérence temporelle<sup>70</sup> des politiques faiblement inflationnistes (Kydland et Prescott, 1977) ;
- sur le plan empirique, l'incapacité des modèles utilisés, par les autorités monétaire, à expliquer le décalage entre les objectifs qu'elles se sont assignées et ceux réalisés.

Au final, à partir de la lecture de la littérature sur la crédibilité on considère que celle-ci est, à la fois une synthèse du monétarisme (Friedman et Lucas) et aussi une solution de la nouvelle Macroéconomie classique au biais inflationniste de Kydland-Prescott, Barro-Gordon (Bernanke et al. 1999), donc elle regroupe divers éléments dont l'importance dans la création du ciblage de l'inflation est analysée.

Suite à ces bouleversements, le problème d'incohérence temporelle a été lié à la question de la crédibilité des politiques monétaires et a fait l'objet d'une attention particulière dans la littérature. Traditionnellement, dans le cadre de la stratégie du ciblage d'inflation les problèmes de crédibilité sont susceptibles de se présenter en particulier dans les situations suivantes :

- la première est le cas où le taux d'inflation a dépassé un certain seuil et les autorités cherchent à le réduire (perte de crédibilité) ;

---

<sup>70</sup> L'incohérence temporelle est une description des déviations probables de la part des décideurs, de la politique initialement annoncée.

- la seconde se produit, lorsque l'inflation a été maîtrisée et les autorités veulent la maintenir à l'intérieur d'une fourchette cible (teste sur la capacité de la banque centrale à maintenir le taux d'inflation dans la fourchette).

D'une manière générale, un problème de crédibilité peut résulter du dilemme de l'incohérence temporelle des politiques monétaires : sa stratégie ex-post optimale peut différer de sa stratégie ex-ante. Pour Persson et al (1994), le décideur de politique monétaire est plus confronté à des contraintes ex-post qu'ex-ante, ce qui le pousse à préférer d'autres politiques que celles initialement choisies, qui sont dites incohérentes. Toutefois, il n'y aura pas de déviation de politique optimale ex-ante si la meilleure solution est atteinte à la période (t). Dans le même sens, Drazen A. (2000), montre que le cadre de l'élaboration de la politique monétaire peut permettre à la banque centrale de prendre un engagement contraignant à la période (t), afin de poursuivre une politique particulière à la période (t+i), et rendre l'incohérence temporelle non pertinente.

Par le passé, de nombreuses recherches se sont intéressées à l'effet de la stratégie du ciblage d'inflation dans la maîtrise de l'inflation et la croissance de l'économie réelle. De nos jours, les questions qui se posent portent sur l'efficacité et de la performance économique générées par la stratégie du ciblage de l'inflation et de sa capacité d'adaptation aux changements et aux perturbations des marchés financiers.

Pour notre part, le lien qu'on peut faire entre l'inflation et la performance économique, pour chaque pays, se résume à un développement continu des capacités à créer de la richesse et de s'adapter aux changements économiques. Cependant, comme il est généralement constaté, les différentes perturbations qui menacent la stabilité macroéconomique résultaient essentiellement de l'instabilité de la dynamique de l'inflation. A cet égard, cette préoccupation financière inquiète tous les agents économiques. En effet, toute hausse du niveau général des prix fragilise l'économie, affaiblit les agents et leur pouvoir d'achat, fausse les processus de production et stagne la croissance dans une zone de trappe risquée (Sayari Z. 2013). De même, les spirales inflationnistes fragilisent les économies et conduisent les pays à des dépressions et à des crises économiques dangereuses (Leiderman et Svensson, 1995).

Le but de ce chapitre est de présenter une revue partielle des apports récemment proposés en matière de crédibilité et indépendance des banques centrales qui constituent des conditions nécessaires à la conduite de la stratégie du ciblage de l'inflation. D'autre part, nous essayerons, tout au long de ce chapitre de démontrer, en particulier, comment les travaux de recherches ont

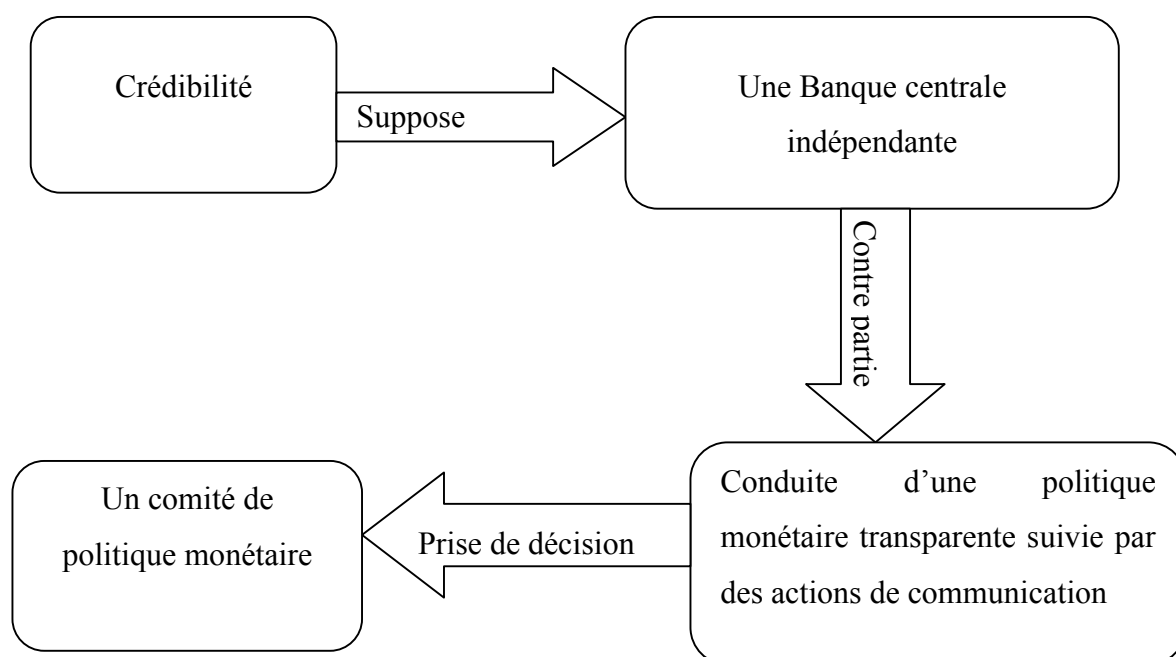
successivement appréhende les effets de cette stratégie de politique monétaire, fournissant ainsi des explications à leurs succès auprès de quelques banques centrales des pays développés, émergents et en développement. Cette présentation est structurée par trois sections. Bien que notre présentation insiste sur les travaux d'ordre théorique, elle est ponctuée parfois de références à la littérature empirique qui s'est attachée à évaluer les performances macroéconomiques de la stratégie du ciblage de l'inflation.

Vu l'importance accordée par la littérature économique à la crédibilité et la transparence dans la réussite du ciblage d'inflation, nos analyses de la première section seront consacrées à ces deux notions. Ainsi, cette analyse se focalisera essentiellement sur les aspects conceptuel et analytique de ces notions et leurs liens avec le ciblage d'inflation tout en s'inspirant de l'édifice théorique construit en grande partie par Kydland F. et Prescott E., Barro R. et Gordon D., Taylor J., Svensson L., Ball L. et Sheridan N., Woodford M. et Bernanke B., Mishkin et autres. En suite, dans la deuxième section nous abordons la littérature du ciblage d'inflation (Svensson 1997, 2002), (Mishkin, 2000, 2004), qui considère cette stratégie de politique monétaire, en tant que dispositif d'engagement sur une règle permettant la responsabilisation des autorités monétaires. Enfin, dans la troisième section en s'appuyant sur une littérature empirique, quoique non exhaustive mais représentative, des travaux empiriques pionniers sur le sujet de l'efficacité relative de la stratégie du ciblage d'inflation, nous essaierons de savoir si le passage à la pratique de cette stratégie permet à la banque centrale d'améliorer la performance économique du pays. Nous nous focaliserons notre recherche sur la question de performance en étudiant son effet sur la conjoncture économique en analysant son impact sur la croissance économique et sur la volatilité de l'inflation.

## Section 1 : Crédibilité et indépendance des banques centrales : une revue de la littérature récente

Depuis la synthèse fondamentale des anticipations rationnelles, le thème de la gouvernance de la politique monétaire a fait l'objet de nombreux travaux théoriques et empiriques. Généralement, ces travaux l'ont abordé sous un angle dont le processus se déroule selon le schéma ci-dessous :

Figure 2.1 : Gouvernance de la banque centrale



Ce schéma représente les mécanismes permettant d'asseoir une véritable crédibilité de la politique monétaire<sup>71</sup> dont la pierre angulaire est l'indépendance de la banque centrale, la contre partie de cette indépendance lui exige une conduite d'une politique monétaire transparente<sup>72</sup> suivie d'une bonne communication régulière sur ses actions et ses objectifs et enfin, la prise de décision est collégiale par un comité où une autorité monétaire<sup>73</sup>. Autrement dit, au sens de Gilles (2009), proposer la meilleure réponse intelligible face à des situations de plus en plus complexes dans un environnement incertain, c'est à dire analyser les performances du système économique, eu égard, aux nouvelles sources de risque à fort potentiel de propagation étendue et

<sup>71</sup> Au cours des analyses de ce chapitre, la notion de la crédibilité, concernent celle de la banque centrale en matière de conduite de la politique monétaire et plus particulièrement dans le cadre de la stratégie du ciblage de l'inflation.

<sup>72</sup> La transparence désigne ici une situation où la banque centrale révèle au public ses informations privées.

<sup>73</sup> Ainsi, la prise de décision sur la politique monétaire soit plus efficace, ouverte, responsable et libre de toute manipulation politique à court terme.

rapide. Dans ce contexte, la plus grande ouverture des banques centrales apparaît naturellement comme la contrepartie de leurs indépendances.

Toutefois, en matière de stratégie du ciblage d'inflation, ses défenseurs font valoir que leur approche maximise la transparence et la communication. Ainsi, l'annonce explicite des cibles d'inflation (ou des fourchettes de cibles) paraît plus facile à comprendre que la notion de croissance des différents agrégats monétaires ou indicateurs économiques. La plupart des économistes soutiennent généralement l'idée que toute banque centrale, qui communique plus explicitement ses objectifs, son analyse de la situation économique et les effets escomptés de ses actions, améliorera la conjoncture économique future du pays.

À vrai dire, depuis la synthèse fondamentale des anticipations rationnelles de Lucas (1976)<sup>74</sup>, le cadre analytique de la politique monétaire a fait l'objet de nombreux travaux académiques dont le thème central est la gouvernance de la politique monétaire. Cette gouvernance est abordée sous l'angle de la crédibilité dont la contrepartie est l'indépendance de la banque centrale qui conduit une politique monétaire transparente accompagnée d'une communication sur les objectifs assignés à celle-ci. Le but de cette section est de présenter une revue partielle des travaux récemment proposés et une confrontation de leurs fondements et apports. Cette présentation est structurée en deux sous sections.

La première est consacrée à l'analyse de la notion de la crédibilité. Suivie d'une deuxième sous section traitant l'analyse de la notion de l'indépendance avec son corolaire de transparence et communication. Compte tenu du cadre théorique qui a contribué à assurer une certaine convergence dans la théorie économique, notre propos est de revenir sur la complexité de la relation entre la crédibilité de la banque centrale et ses corolaires l'indépendance, la transparence et la communication.

## 1.1. Crédibilité

Une littérature abondante s'est développée depuis le milieu des années 1980 autour des thèmes de la crédibilité, de l'indépendance et la transparence de la banque centrale et constitue une grille d'analyse importante. Les travaux de Kydland et Prescott (1977), ont montré que, dès que le choix des agents privés pour la période courante dépendait des anticipations pour les périodes futures, la mise en œuvre d'une politique optimale n'était pas soutenable. Appliqué au

---

<sup>74</sup> Dont la conclusion est que la préférence pour les règles plutôt que l'autorité, qui se dégage du fait que les changements de comportement des agents en réponse à une modification de la politique économique ne sont prévisibles que si cette modification est elle-même annoncée et donc que les décideurs doivent obtenir la confiance des citoyens.

cas de la politique monétaire, ce résultat se traduit par l'impossibilité pour les autorités monétaires d'atteindre la cible d'inflation socialement optimale pour la société, sauf si cet engagement est crédible. En d'autres termes, les agents évaluent la crédibilité de la politique monétaire annoncée lors de la formation de leurs anticipations et émettent des jugements sur les mesures à prendre (Bastidon et Gilles 2014). Cette analyse est reprise par Rogoff (1985), qui signale que cette règle n'est pas optimale lorsque l'économie est soumise à des chocs d'offre. A cet effet, Rogoff (1985) suggère de déléguer les choix en matière de politique économique à un gouverneur conservateur qui accorde un poids plus grand à la lutte contre l'inflation que la société. Une telle nomination se traduira par une baisse de l'inflation moyenne sans perte de croissance supplémentaire mais avec une plus grande variabilité de la production.

### 1.1.1. Les fondements de la notion de crédibilité

En matière de politique monétaire, la crédibilité peut se définir comme le degré de confiance des agents privés dans la détermination et la capacité de la banque centrale à prendre des décisions lui permettant d'atteindre ses objectifs (Drumetz et al. 2015). Ainsi, à travers les anticipations, la banque centrale influence le comportement courant des agents privés et la formations de leurs plans avenir.

Historiquement, l'importance accordée par les milieux académiques et les responsables des banques centrales à la crédibilité paraît être justifiée par la complexité du processus de gouvernance de la politique monétaire et celle des objectifs assigné à celle-ci. D'une manière plus générale, toute action ou programme d'un gouvernement qui n'intègre pas des mesures qui peuvent être perçus comme étant compatibles avec les autres politiques mises en œuvre simultanément, ne peut être reconnu comme crédible (Agénor et Taylor, 1992). A cela s'ajoute un problème de communication résultant d'une information incomplète et asymétrique liée à l'engagement des autorités sur la stabilisation de l'économie (Gilles, 1992). Ces problèmes sont pourtant fréquents dans les pays émergents et en développement<sup>75</sup>, et ce sont justement eux qui expliquent le déficit de crédibilité de leurs politiques monétaires.

Appliqué au ciblage de l'inflation, Bastidon et Gilles (2014), signalent que deux critères sont nécessaires à l'évaluation de la crédibilité et à la réputation de la banque centrale:

- économique, le ciblage d'inflation fondé sur la détermination quantitativiste de l'inflation et institutionnelle ;

---

<sup>75</sup> Où l'information est imparfaite, où les décideurs ont tendance à changer rapidement, et où on note la généralisation des confusions sur les vrais objectifs de la politique monétaire (Agénor et Taylor 1992).

- et le principe d'indépendance de la banque centrale.

Ces deux critères, suggèrent que la crédibilité de la banque centrale doit être fondée sur la neutralité d'une politique monétaire anti-inflationniste. Ainsi, dans leur quête d'une telle politique et de sa crédibilité, la majorité des banques centrales des pays développées se sont inspirées des idées de la nouvelle économie classique<sup>76</sup>. Trois principaux arguments sont généralement avancés dans la littérature pour expliquer l'intérêt porté aux choix stratégiques de la plus part de ces banques centrales.

- le premier, est que l'inflation est un phénomène monétaire qu'une banque centrale peut théoriquement contrôler;
- le second, considère, que sur le plan opérationnel, l'indépendance de la banque centrale est une condition cruciale pour assurer la crédibilité de sa politique monétaire anti-inflationniste ;
- le troisième, insiste sur le fait que les choix stratégiques effectués par la banque centrale pour la conduite de sa politique monétaire sont, eux aussi, des facteurs constitutifs de la crédibilité de sa politique de stabilité des prix.

Enfin, certains économistes mettent en avant que les performances d'une politique monétaire s'apprécient en rapport avec sa fonction-objectif. En cas de choc d'offre négatif susceptible de se solder par des tensions inflationnistes par exemple, l'objectif de la banque centrale pourrait être double : contenir les tensions inflationnistes et favoriser la relance de l'activité. Cette double action doit être envisagée conformément aux recommandations du principe de Mundell-Tinbergen, d'affectation d'instruments de politique monétaire aux objectifs où leur efficacité est plus forte. C'est-à-dire qu'il faut: avoir autant d'instruments indépendants que d'objectifs; et affecter chaque instrument à l'objectif pour lequel il a l'impact comparatif le plus important.

Cependant, la problématique utilisée est celle des travaux de Kydland et Prescott (1977), Calvo (1978) et ceux de R. Barro et D. Gordon (1983). Ces travaux sont classiquement les premiers cités comme à l'origine des analyses théoriques de la littérature sur la crédibilité, l'indépendance et la mise en évidence de l'incohérence temporelle dans le cas de la politique monétaire.

---

<sup>76</sup> Elle est l'aboutissement de la pensée libérale et ses principaux auteurs sont : Muth J. (1961), Lucas R. (1970), Sargent T. (1972), Barro R. (1974), puis Sargent T. et Wallace N. (1975 et 1976).

Pour Kydland et Prescott (1977), il est coûteux de laisser au décideur politique le choix d'une politique monétaire discrétionnaire. D'autre part, ils signalent que lors de la formulation de leurs plans les agents privés anticipent l'intention de ce décideur à revenir sur ses engagements. Ainsi, leur comportement conduit l'économie à une situation sous-optimale c'est-à-dire, caractérisée par un taux d'inflation plus élevé sans le moindre gain en termes d'activité. Pour Barro et Gordon (1983), l'efficacité d'une politique anti-inflationniste dépend du comportement des autorités. Pour ces auteurs, ce comportement doit assurer les agents économiques que la banque centrale va réagir et en prenant des décisions qui ont prouvé leurs efficacité par le passé, ainsi elle peut devenir crédible. Si elle dispose de suffisamment de temps, elle peut convaincre les agents qu'elle va réussir à baisser l'inflation. Dans ce cas, elle fournir un effort pour montrer son engagement et construire une réputation. Dans un tel paradigme, les efforts consentis par chacun pour lutter contre l'inflation sont justement rémunérés par une crédibilité de la banque centrale.

Cette prise en compte, de la part de la banque centrale, d'une politique qui permet de ralentir l'inflation suppose qu'elle est en mesure d'asseoir une réputation dans le temps (Lane, Griffiths et Prati, 1995). Ainsi, la crédibilité tient à la détermination et à la capacité de l'autorité monétaire à convaincre les agents économiques de souscrire aux stratégies annoncées et d'agir en conséquence (Gilles, 1992 ; Pollin, 2008), ce qui renvoie au problème d'incohérence temporelle des politiques monétaires faiblement inflationnistes (Calvo, 1978; Barro et Gordon, 1983). C'est en fait, à la résolution du problème de l'incohérence temporelle, responsable du biais inflationniste et de stabilisation, que la littérature économique a proposé différentes solutions<sup>77</sup>.

Selon Miniaoui H. et Smida M. (2008), cette approche est contestée par deux critiques ponctuelles, mais plus au moins profondes, qui suffisent pour justifier son approfondissement.

- la première, sans antécédents de politique qui a réussi le ralentissement de l'inflation, la réputation des autorités monétaires serait difficile à asseoir ;
- la seconde, est que l'itinéraire de la crédibilité, basée seulement sur la réputation, risque d'être attaché aux personnes c'est-à-dire, le gouverneur ou le décideur politique, plutôt qu'à l'institution elle-même.

Malgré ces deux insuffisances, l'approche à été relancée en suite à travers la proposition de trois alternatives à savoir :

---

<sup>77</sup> Voir sur ce point les travaux de Loisel (2006) qui quantifient ces biais.



La première celle d'un banquier central conservateur: pour Rogoff (1985), le choix d'un banquier central conservateur qui, par rapport aux gouvernants ou à la majorité des électeurs, a une plus forte aversion pour l'inflation c'est-à-dire- une préférence pour la stabilité des prix plus grande que celle de la société. Ainsi, la nomination d'un gouverneur de la banque centrale capable de mobiliser son savoir pour le traduire en actes de lutte contre une inflation moins élevée, serait en mesure d'atténuer le problème d'incohérence temporelle et promouvoir la crédibilité de la politique monétaire. Selon l'auteur, sans l'écriture d'une règle, cette nomination pose toutefois le problème qui accroît la volatilité de l'économie réelle en cas de chocs d'offre qui se traduit par la variation de la production et de l'inflation en sens opposé et traduit une situation de crise.

La deuxième, dans le but de faire face à cette crise, la littérature suggère l'introduction d'éléments de flexibilité dans la conduite de la politique monétaire où le retour pur et simple à une conduite discrétionnaire de la politique monétaire (Rogoff, 1985, Lohmann, 1992). Ainsi, selon Drazen (2000), si l'on n'a pas confiance dans le fait que le décideur fera exactement ce qu'il dit, (crédibilité du décideur), ni l'espoir que sa politique sera réalisée (crédibilité de la politique), l'équilibre discrétionnaire apparaît comme l'unique équilibre temporellement cohérent du jeu de politique monétaire. Cette suggestion a été mise en cause par Alesina et Stella (2011), qui soulèvent le problème de la prise de décision en situation de crise. De même pour Drumetz et al. (2015), qui évoquent le manque de prévisibilité sur le point où se situe le seuil à partir duquel une politique monétaire discrétionnaire serait requise.

La troisième alternative est le souhait, chez la plupart des banquiers centraux, de concevoir des arrangements institutionnels afin de faire une distinction entre indépendance d'objectif et indépendance instrumentale<sup>78</sup>. Pour certains auteurs, pour ne citer que : Alesina et Stella (2011), la portée de cette distinction est limitée et ne correspond qu'à une vision minimaliste de l'indépendance de la banque centrale.

Drumetz F. et al. (2015), distinguent deux situations dont lesquelles la question de crédibilité de la politique monétaire est posée :

- Quand le taux d'inflation a dépassé un certain seuil et que les autorités décident de le réduire ;

---

<sup>78</sup> Selon Drumetz et al. (2015), l'indépendance d'objectif renvoie à la latitude dont la banque centrale dispose en principe pour choisir le but qu'elle poursuit et l'indépendance instrumentale renvoie à la liberté de choisir le niveau de taux d'intérêt compatible avec l'atteinte de ce dernier, P. 63.

- Quand l'inflation a été maîtrisée et que les autorités s'efforcent de la maintenir à l'intérieur d'une fourchette ou proche d'un point cible donné<sup>79</sup>.

Dans le premier cas, l'objectif de la banque centrale est de réduire en permanence la cible de l'inflation dans une économie qui fonctionne déjà en régime d'inflation modérée, une crédibilité de la politique monétaire ne peut que faciliter la transition au nouveau régime, puisque les agents économiques tiendraient plus compte de la nouvelle cible dans la détermination des salaires et des prix.

Dans le deuxième cas, la banque centrale a fait ses preuves en matière de maîtrise de l'inflation et le problème de sa crédibilité ne se pose pas de la même manière. Dans ce cas, la crédibilité consiste en sa capacité à maintenir le taux de l'inflation à l'intérieur de la fourchette ou plus près du point cible. Ainsi, en cas de dérapage de l'inflation de sa cible, la crédibilité aiderait à rapprocher les anticipations à la cible.

Par ailleurs, il est intéressant de signaler que cette crédibilité peut subir des variations dans le temps et celles-ci sont fréquentes et peuvent être importantes et dépendent de la qualité de la gouvernance de la banque centrale et de ses erreurs de prévision (Bordo et Siklos 2015). De ce fait, la question de l'analyse et de la précision du cadre analytique de la crédibilité doit être approfondie.

### 1.1.2. Le cadre analytique de la notion de crédibilité

Depuis la synthèse fondamentale de Kydland et Prescott (1977) et de Barro et Gordon (1983), sur la problématique dite de l'incohérence temporelle<sup>80</sup> « *time inconsistency* » et de la crédibilité de la politique monétaire, le débat autour de la notion de la crédibilité n'a pas cessé d'évoluer et d'occuper une place importante dans la théorie monétaire. Comme nous l'avons analysé précédemment, dans le cadre de la politique monétaire, cette notion s'applique lorsque les agents économiques ont un peu de doute que la banque centrale atteigne les objectifs annoncés. Même si ces objectifs sont compatibles à long terme, il peut y avoir entre eux, à court terme, des contradictions dont l'origine peut être attribuée à la relation entre l'intensité de la demande globale, l'inflation et les attentes d'inflation. Dans ce contexte, les banques centrales se sont vues obligées de rechercher un compromis entre leurs décisions de court terme et leurs objectifs de long terme.

---

<sup>79</sup> Nous reviendrons sur l'analyse de ce point dans la section 2 de ce chapitre.

<sup>80</sup> Pour reprendre les termes de Drumetz F. et al. (2015), Cette notion est utilisée pour qualifier une attitude ou une politique considérée comme la meilleure dans les circonstances du moment, mais risque d'être dommageable à long terme parce qu'elle entraîne une détérioration de la situation.

A cet égard, pour faire coïncider les attentes d'inflation des agents avec l'objectif annoncé<sup>81</sup>, suivant une règle de type de celle de Taylor, les autorités de la banque centrale augmentent la probabilité d'atteinte de cet objectif et/ou de donner à l'économie un élan plus fort que celui anticipé par le public. En ce sens, le succès de l'autorité monétaire est lié à sa capacité à suivre une règle transparente, bien articulée dans le cadre d'un objectif stratégique de politique monétaire (Bordo et Siklos, 2015). L'élimination du biais inflationniste est fonction du degré de croyance des agents à la détermination des autorités monétaires à s'engager, à rendre compatible les évolutions actuelles et futures de la politique économique, par rapport au programme initialement annoncé (Blackburn et Christensen, 1989). A cet égard, la notion de la rationalité des anticipations implique de la part des agents économiques une possibilité de réaction aux changements ressentis, réaction qui s'exprime par des comportements modifiés des décisions économiques et financières en fonction d'un taux d'inflation anticipé plus élevé que le taux annoncé.

L'importance accordée par les agents économiques à la crédibilité des banques centrales et à la croyance dans leurs politiques monétaires et dans leurs discours monétaristes influence leurs anticipations d'inflation et deviennent peu sensibles aux fluctuations cycliques de la demande (Stone et al. 2009 ; Blanchard, et al. 2010 ; Ball 2014). A cela s'ajoute, l'effet des prix résultants de la globalisation qui font que les variations de l'inflation sont, non seulement d'ampleur réduite, mais retardées dans le cycle des affaires. Dans ce cas, toute modification des prix relatifs, due à des hausses entretenues de matières premières, peuvent entraîner et expliquer un relèvement limité du taux d'inflation. En dehors de cette circonstance, vis-à-vis de laquelle les banques centrales ne peuvent pas grand chose puisqu'il ne s'agit pas d'une inflation d'origine monétaire, celles-ci n'ont pas de raison de durcir la politique monétaire si leur objectif épouse la règle de Taylor : maîtriser l'inflation tout en facilitant la croissance au voisinage de son potentiel.

Au final, on signale que l'argument en faveur de la crédibilité est une sorte de logique circulaire : les annonces de politiques économiques sont considérées comme efficaces si elles sont crédibles auprès des agents privés, mais elles ne sont jugées crédibles que si elles sont jugées efficaces (Blackburn et Christensen, 1989). Toutefois, dans d'autres travaux macroéconomiques (Goodfriend, 2004 ; Romer, 2000), il est souligné que les politiques monétaires seront d'autant plus efficaces que si les banques centrales augmenteront leurs degrés de crédibilité, autrement dit relèveront les défis de l'incohérence temporelle.

---

<sup>81</sup> Ou ce que l'on connaît dans la théorie économique sous l'appellation : le biais inflationniste.

Cependant, il faut signaler, comme le précise Adama B. (2015), l'évaluation de la crédibilité par les modèles traditionnels s'est faite dans un contexte d'économie fermée. La persistance du biais inflationniste dans les économies s'expliquait par de nombreuses considérations structurelles. Rarement, les auteurs se sont intéressés à une analyse intégrant l'économie ouverte qui fut pourtant le dernier grand apport dans la macroéconomie néoclassique avec les travaux de Mundell-Fleming. Alogoskoufis (1992); Svensson (1994), ont montré que la crédibilité d'une politique monétaire en macroéconomie ouverte tient compte des régimes de change dans lesquels évoluent les banques centrales.

En réalité, chaque autorité monétaire est confrontée à certaines contraintes et doit faire face à un ensemble de facteurs qui peuvent affecter sa crédibilité et sa réputation. Prenant appui sur cette réalité, Blackburn et Christensen (1989), signalent que la crédibilité des politiques monétaires peut être affectée par trois formes de contraintes :

- Contrainte technologique: le contrôle monétaire peut être affaibli par des données incomplètes, un contrôle imparfait des instruments ou l'imprévisibilité de leurs effets sur les objectifs monétaires ;
- Contrainte institutionnelle: la proximité des élections, ou un cadre législatif ou réglementaire inadéquat peuvent réduire les marges de manœuvre des autorités monétaires, et/ou conditionne leurs comportements dans un sens de maximisation de leurs chances de réélection ;
- Contraintes stratégiques : l'interdépendance stratégique entre les comportements privés et les décisions publiques fait en sorte que, d'une part, le public forme des anticipations rationnelles sur les politiques monétaires futures, et d'autre part, le comportement des autorités est endogénéisé. Le fondement de cette approche stratégique des politiques monétaires se retrouve dans la formalisation implicite de Kydland et Prescott (1977), des politiques économiques temporellement cohérentes.

Pour rester crédibles tout en respectant ces trois contraintes, les banquiers centraux sont contraints à adopter une politique monétaire qui réagit sans trop d'agressivité mais de façon durable à un choc ponctuel. En apparence, c'est ce type de politique monétaire qui a été adopté, par les grandes banques centrales, au moment de la dernière crise financière de 2007 et pendant les années qui ont suivies. Ainsi, cette stratégie a pu minimiser les effets de la crise sur les marchés financiers et sur l'économie mondiale.

### 1.1.3. Mesure de la crédibilité

D'une manière générale, les arguments de la mesure de la crédibilité de la banque centrale relèvent deux dimensions (Drumetz et al. 2015) :

- La première concerne les comportements des agents économiques en matière de dynamiques des prix et des salaires ;
- La seconde a trait aux indicateurs extraits des marchés financiers et la comparaison directe des anticipations d'inflation avec les objectifs des banques centrales (données d'enquêtes ou autres).

Pour les auteurs, l'argument de la première dimension, stipule que dans un régime d'inflation basse, établi de manière crédible, un choc transitoire sur les prix n'affecte pas les anticipations d'inflation à moyen terme et l'inflation donc devrait devenir moins persistante. En outre, l'impact d'une variation transitoire des prix sur la crédibilité de la politique monétaire est minime. Cependant, le problème de la crédibilité se trouve posé en cas de persistance de l'inflation. Afin de gagner en crédibilité, la banque centrale doit adopter une stratégie qui lui permet de stabiliser l'inflation afin de prouver l'efficacité de sa politique monétaire. Dans le même sens, Beechey et Österholm (2012), ont liée le déclin de l'inflation aux Etats -Unis au cours des mandats de Volker et Greenspan au fait que la Fed a cherché davantage à stabiliser l'inflation. Dans le cadre, de la stratégie du ciblage de l'inflation la banque centrale doit veiller à ce que la différence entre l'inflation observée et l'inflation tendancielle soit minimisée en choisissant un meilleur ancrage de la cible d'inflation (Cogley et al. 2010). Toutefois, il est intéressant de signaler, que dans ce cadre précis du ciblage d'inflation, plusieurs méthodes sont mises en œuvre dans la littérature pour mesurer la crédibilité d'une banque centrale. Beaucoup de ces études telles que celles de Faust et Svensson (1998) et Cecchetti et Krause (2002), utilise la différence entre les anticipations d'inflation des agents et l'inflation cible ou prévision de la banque centrale comme mesure de la crédibilité. Bomfim et Rudebusch (2000), ont adopté une approche alternative et mesurent la crédibilité en estimant le poids des banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation dans la formation des anticipations d'inflation à long terme du secteur privé.

Au total, on observe que les évolutions économiques et les progrès théoriques ont profondément modifié le contexte et la connaissance de la politique monétaire. Ainsi, la mesure de la crédibilité de la politique monétaire suppose une analyse coopérative des partenaires économiques.

Quant aux indicateurs extraits des marchés financiers et la comparaison directe des anticipations d'inflation avec les objectifs des banques centrales, la mesure de leur impact dépend du degré de compréhension que lui donnent les autorités monétaires et les experts des banques centrales. Pour ce qui est de la mesure de l'impact de la persistance de l'inflation sur les salaires, comme le fait remarquer Taylor (1983), dans le cadre des négociations salariales, les partenaires sociaux doivent être persuadés que la décélération des prix se produira dans l'avenir même si elle ne se constate pas immédiatement. On peut estimer que les négociations salariales apportent ici une réponse à la crédibilité de la banque centrale, en instaurant les conditions d'une attitude plus coopérative, susceptible de prévenir les comportements individualistes et calculateurs des partenaires sociaux.

Au final, on peut dire que c'est grâce à la crédibilité que lui confère un engagement ferme et pérenne envers les objectifs de la politique monétaire, que la banque centrale peut adapter avec souplesse la conduite de celle-ci aux aléas macroéconomiques. Le degré de cette souplesse constitue en lui même une mesure de la crédibilité de la banque centrale.

Néanmoins, la littérature économique signale que l'évaluation de la crédibilité de la politique monétaire demeure complexe. Cette complexité est attribuée aux perceptions des acteurs économiques à certains aspects à savoir : la viabilité et l'efficacité des politiques annoncées, l'engagement des décideurs à les soutenir, et par conséquent, la probabilité de changement de politique ou d'échec. Au passage, on signale que la préoccupation des économistes et des décideurs est de contraindre les instruments de politiques monétaires disponibles afin de rendre plus difficile voire impossible les surprises inflationnistes (Chang, 1998), par la poursuite de l'objectif de stabilité des prix (Paulin, 2000). Toutefois, la réalisation d'une politique monétaire crédible suppose une indépendance de la banque centrale.

## 1.2. Indépendance : arguments et effets

Longtemps la question de l'indépendance des banques centrales était justifiée par l'autonomie de la sphère monétaire. De nos jours, elle est considérée comme une question du partage du pouvoir entre les politiques et les techniciens dans une démocratie. Sous l'impulsion notoire des travaux de Rogoff (1985), l'indépendance de la banque centrale a été considérée comme le comportement institutionnelle le plus efficace qui garantie la crédibilité de la politique monétaire. Ainsi, la transparence de l'information s'est imposée comme une problématique centrale pour le fonctionnement et la régulation de l'économie en général et comme une

problématique particulière lors de la mise en place d'une politique de soutien à la crédibilité de la politique monétaire.

Dans certains pays, l'indépendance de la banque centrale remonte au début des années 1950. Aux Etats-Unis, l'indépendance de la Réserve Fédérale avait été formellement reconnue en 1951. La même année, l'indépendance de la Bank deutscher Länder (qui allait devenir la Deutsche Bundesbank en 1957) était définitivement établie. Au niveau européen cette conception a été consacrée par le Traité de Maastricht et la création de l'Euro en 1993.

Quant à sa mesure, Alesine A. (1989), propose un indice synthétique allant de 0 à 4<sup>82</sup>, et regroupe des informations partielles portant sur : la représentation des pouvoirs publics dans les conseils d'administration, le statut du personnel dirigeant de la banque, la pérennité de son organisation, représentant les liens existants entre l'autorité monétaire et le pouvoir politique. Une fois calculé, cet indice est mis en relation avec le taux moyen d'inflation observée pour chaque pays au cours d'une période déterminée. L'ajustement économétrique sur des données transversales obtenu par Alesine, montre une liaison significativement négative de (- 3,45).

Au début, l'indépendance des banque centrales s'est imposée dans quelques pays industrialisé dans les années 80 et 90 comme le moyen le plus efficace de contrôle de l'inflation par réaction à la vague d'augmentation des prix des années 70 et du début des années 80 dont les économistes estimaient, sans doute à raison, qu'elle avait été favorisée par les pressions que les autorités politiques avaient exercées sur les banquiers centraux.

L'argument des partisans de cette idée est que le pouvoir monétaire est mieux exercé par des sages que par des élus ; l'indépendance des sages étant généralement garantie par des exigences explicites ou implicites de compétence technique et des garanties procédurales comme la collégialité, la pluralité des autorités de désignation, la longueur du mandat (Lucotte Y. 2015). Toutefois, ces arguments ont été renforcés par le fait que durant la période 1980-2000, des banques centrales dirigées par des autorités monétaires indépendantes ont réussi à contrôler l'inflation alors que la croissance était proche de son niveau potentiel, c'est-à-dire le plein emploi des ressources disponibles à un moment donné. Cette croyance en la capacité d'une politique monétaire activiste à sauvegarder cette situation a été appelée par Bernanke (2004) « optimisme de la production » où « *output optimism* ». Cette même période a vu s'affiner les outils de pilotage de la politique monétaire. Partis à l'origine sur des politiques axées sur la gestion quantitative de la monnaie en circulation, sous l'influence de la pensée monétariste, les banquiers

---

<sup>82</sup> Une indépendance absolue correspond à un degré d'autonomie le plus élevé.

centraux se sont convertis à l'idée qu'une cible d'inflation faible et clairement annoncée leur permettrait d'atteindre de manière plus efficace leur objectif de stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie dans le temps. Le socle théorique de cette analyse repose très largement sur la « règle de Taylor » qui facilite le mode de passage entre le niveau des taux d'intérêt et l'écart entre la croissance prévue et leur estimation de la croissance potentielle de l'économie (*output gap*). Cependant, ces conclusions semblent très fragiles, car la crise financière de 2007 est survenue durant une période où toutes les banques centrales avaient des degrés d'indépendance élevés (Berger et Kibmer 2013).

Cet optimisme de la production a endormi la vigilance des banquiers centraux quant aux risques d'instabilité financière<sup>83</sup> liés à l'excès d'endettement ou de prises de risque des agents économiques, en particulier dans le secteur financier. Il faut toutefois souligner que les banquiers centraux ont été très réactifs ont utilisant, à des degrés divers, leur capacité de création monétaire pour éviter le renforcement de la spirale dépressive des économies et éviter les erreurs du passé. Ensuite et surtout, les Etats sont venus à la rescousse, jouant le rôle de garant en dernier ressort du système financier. Ainsi, quelques Etats dont lesquels les secteurs bancaires sont en difficultés ont vu leur dettes publiques augmenter considérablement avec la faillite de leurs banques. De ce fait, on peut constater que durant la période de crise le pouvoir monétaire a été partagé entre l'autorité publique et l'autorité monétaire.

Au final, de la même façon que l'indépendance contribue à un haut degré de crédibilité de la politique monétaire, l'existence d'un environnement d'inflation faible, peut occasionner une vulnérabilité du système financier aux chocs économiques (Bean et al. 2010). Dans ce sens, Borio et Lowe (2002) signalent qu'une politique crédible de faible inflation réduit la probabilité que les investisseurs et les institutions financières accordent à la survenance d'un ralentissement économique à venir et les encourage à s'engager dans de nouveaux emprunts et de prêts, respectivement, ce qui fait augmenter les prix des actifs et l'endettement privé. Par contre, Berger et Kibmer (2013), indiquent que l'indépendance de la banque centrale ne favorise pas la stabilité financière. Intuitivement, la sauvegarde de la stabilité financière à travers une hausse préventive des taux d'intérêt, non seulement, conduit à des pertes de l'écart de production, mais aussi provoque une déflation durant la période de boom induisant des coûts supplémentaires. Par conséquent, plus une banque centrale est indépendante moins elle aura la volonté de prévenir l'apparition d'une nouvelle crise financière.

---

<sup>83</sup> Risques déclenchés et accélérés par la crise des subprimes en août 2007.



Quant aux critères de l'indépendance de la banque centrale en résumé, selon la littérature consacrée à ce thème, l'indépendance de la banque centrale est garantie si les conditions suivantes sont remplies :

- ✓ L'indépendance opérationnelle : elle est entendue sous l'angle où la banque centrale dispose d'une liberté pour élaborer et mettre en œuvre la politique monétaire.
- ✓ L'indépendance des dirigeants : ce type d'indépendance est évalué à travers le mode de nomination des dirigeants, en particulier celui de son président, si sont nommés par le seul exécutif ou si celui-ci ne dispose qu'un droit de proposition à cet égard, s'il a un pouvoir de révocation, si le renouvellement des mandats est possible ou non, si les représentants du gouvernement peuvent siéger et disposer d'un droit de vote au sein des organes de décision, etc.
- ✓ L'indépendance financière : elle est assurée si l'Etat n'a pas la possibilité de financer ses dépenses par un recours direct ou indirect aux crédits de la banque centrale ou si cette possibilité reste très limitée.

### 1.2.1. Transparence et communication

Par rapport au théorique, la transparence de la politique monétaire est un concept qualitatif pour lequel il existe peu de mesures précises. La transparence peut désigner une situation où la banque centrale révèle au public ses informations privées. Dans le même sens informationnel, pour Walsh (1999), elle est définie comme la capacité du public à surveiller ces informations et leur utilisation par la banque centrale. Pour Winkler (2000), elle est considérée comme le degré de compréhension de l'information dévoilée par la banque centrale par les différents agents économiques du pays. A cet égard, le ciblage d'inflation apparaît comme un cadre privilégié à la mise en œuvre de cette volonté de transparence (Orphanides, 2009).

Globalement, la transparence peut concerner tous les domaines de la politique monétaire. D'abord, la transparence des objectifs (annonce d'une cible d'inflation par exemple) puis la transparence des décisions de politique monétaire et l'analyse macroéconomique qui la soutient (Geraats, 2002) et (Minegishi et Cournède, 2009). De manière plus étroite, Kia et Patron (2004) la définissent en la liant exclusivement à l'évolution au jour le jour des anticipations associées aux taux directeurs. En matière de stratégie de ciblage d'inflation, Orphanides et Williams (2007) soulignent que la transparence induit plusieurs caractéristiques: (i) crédibilité donnée à la

stabilité des prix, (ii) une place primordiale accordée aux anticipations des agents et de la banque centrale, (iii) une stratégie de communication claire entre la banque centrale et le public.

Quant aux critères de l'évaluation de cette transparence, Gosselin M. A. (2008), évoque trois critères: (i) la rapidité avec laquelle la banque centrale explique ses décisions de politique monétaire au public; (ii) la fréquence et la forme des analyses prospectives mises à la disposition du public; et (iii) la périodicité des bulletins, des discours et des études publiés.

Par ailleurs, on signale que, selon l'avis de beaucoup d'économistes, la transparence reste difficile à mesurer. Cependant, les travaux de recherches dans le domaine font, habituellement, référence à un indice qui a été mis au point par Eijffinger et Geraats, (2006). Cet indice est construit en fonction de la disponibilité de l'information pertinente pour la conduite de la politique monétaire et prend en compte les dimensions politique, économique, procédurale et opérationnelles de la transparence<sup>84</sup>; il peut prendre des valeurs allant de 0 à 15. Globalement, sa disponibilité dans les études économiques, de l'avant crise de 2007, signale un mouvement généralisé vers une plus grande transparence de la politique monétaire<sup>85</sup>.

Pour les économistes l'abondance de l'information apporte des éléments qui confortent les agents dans leurs choix et précise ensuite leurs anticipations. A cet égard, une banque centrale qui communique avec plus de précision ses objectifs, son évaluation de la situation économique et l'impact anticipé de ses décisions ne peut que la rapprocher de sa fonction de perte intertemporelle explicite. A cet effet, elle permettra aux agents de mieux harmoniser leurs décisions avec celles des autorités monétaires.

En matière de politique monétaire, les notions de transparence et de communication sont liés au fait qu'il est de la responsabilité<sup>86</sup> de toute banque centrale indépendante de justifier et d'expliquer ses décisions au public et à leurs représentants élus<sup>87</sup>. A travers cet acte, elle supprime, ce que la littérature économique appelle, les asymétries d'information entre elle et son

---

<sup>84</sup> A cet égard, on signale qu'il y'a différentes types de transparences à savoir :Transparence économique : publication des données statistiques, des modèles et des prévisions utilisées par la banque centrale pour prendre ses décisions; Transparence procédurale: communication d'une stratégie de politique monétaire explicite ainsi que de l'information sur la prise de décision; Transparence politique : annonce et explication régulières des décisions de politique monétaire et indications sur les actions probables dans le futur ; Transparence opérationnelle : discussion portant sur les chocs économiques et les erreurs de politique susceptibles d'affecter sa transmission.

<sup>85</sup> Ces mêmes études signalent que cette évolution d'ensemble masque toutefois des différences importantes : si les progrès réalisés ont été significatifs dans les économies développées, il n'y a pas eu de changement notable dans les économies émergentes et en développement.

<sup>86</sup> Par fois, elle est même dans l'obligation de justifier et d'expliquer ses décisions aux citoyens.

<sup>87</sup> Dans ce cadre, elle est obligée de rendre compte sur trois aspects :

- contrôle par des tiers ;
- comptes rendus d'activité réguliers ;
- risque de répercussions négatives si les résultats sont jugés insuffisants (Geraats, 2009).

public en matière de définition et de conduite de sa politique monétaire. Le succès de cette démarche d'explication est lié à ses actions de communication qui ont des effets sur les marchés financiers et l'économie. Dans le même sens, Drazen (2002) signale qu'une forte indépendance n'est pas incohérente avec un contrôle démocratique qui fait éviter au public des surprises d'inflation qu'il refuse. A cet effet, on signale que dans la plupart des pays, l'indépendance opérationnelle de la banque centrale prévaut de plus en plus avec, comme mission essentielle, la stabilité des prix sur la base d'objectifs chiffrés<sup>88</sup>.

Historiquement, cette transparence n'est devenue un choix délibéré des banques centrales qu'à partir de la fin des années 90, où un consensus a été établi sur l'objectif de stabilité des prix. Quoique, au par avant, Stein (1989) avait signalé que la transparence des informations et des canaux de transmission permet la réussite du régime monétaire de ciblage d'inflation. De nos jours, les arguments en faveur de la transparence sont bien établis et les quelques débats existants portent sur les limites qui pourraient lui être imposées. De manière plus détaillée, Woodford (2005) montre que l'efficacité de la politique monétaire dépend de sa prévisibilité par rapport aux marchés financiers, car elle aide à déterminer les anticipations de la trajectoire du taux directeur par le secteur privé. Dans une approche où la transparence est considérée comme outil, Svensson (2005) argumente que la pratique de la transparence améliore la conduite de la politique monétaire. Cette réalité a été confirmée par les conclusions qui se sont dégagées de l'analyse de l'autonomie complète des banques centrales portant sur 163 économies (Arnone et al. 2007) :

- les banques centrales des pays industrialisés restent plus indépendantes, d'un point de vue tant politique qu'économique, que celles des autres régions ;
- il existe une relation positive entre le degré d'indépendance de la banque centrale et le niveau de développement économique ;
- à partir des années quatre-vingt s'est amorcé un mouvement de renforcement de l'indépendance des banques centrales.

Globalement, la portée et la teneur de la transparence dépendent du régime de politique monétaire et de la stratégie retenue. Dans le cadre du ciblage d'inflation, l'exigence de transparence est particulièrement forte : pour asseoir sa crédibilité, la banque centrale doit donner des informations et des analyses détaillées sur la cible visée et les performances. Ainsi, une plus grande transparence de la politique monétaire favorise des conditions propices aux

---

<sup>88</sup> Ou son équivalent, la stabilité du pouvoir d'achat intérieur de la monnaie.

meilleurs résultats économiques de sorte que les banques centrales gagnent en crédibilité. Celle-ci peut être acquise plus rapidement si le public dispose d'informations suffisantes lui permettant d'évaluer la cohérence des politiques et leur mise en œuvre ainsi que le lien entre les mesures adoptées et les objectifs.

Au total, comme le remarque Woodford (2005), l'efficacité de tout régime monétaire dépend de sa prévisibilité. Avec des nuances (Svensson (2005), exige que les banques centrales pratiquent non seulement la transparence à l'égard de leurs objectifs opérationnels mais également dans leurs prévisions et leurs communications afin de garantir et améliorer la conduite du régime monétaire. C'est l'une des raisons pour lesquelles que certains économistes font un lien entre le degré de transparence des banques centrales et leur bilan positif en matière d'inflation. De même, pour Demertzis et Hughes Hallett (2007), toute variance de l'inflation augmente avec le manque de transparence que le public constate chez la banque centrale. A l'inverse, ils signalent qu'une transparence accrue ne conduit pas nécessairement à un bien-être plus élevé.

A l'encontre des résultats présentés dans la littérature, qui sont favorables à une plus grande transparence de la part des banques centrales, l'étude de Gosselin M. A. (2008), montre, qu'en matière de ciblage d'inflation, une transparence accrue ne permet pas nécessairement d'atteindre la cible d'inflation avec plus de précision.

### 1.2.2. Arguments en faveur de la transparence

Généralement, ces arguments sont de nature économique et considèrent cette transparence comme l'outil le plus efficace au service de la politique monétaire à condition que la banque centrale soit dotée d'une stratégie de communication dont les contours s'intéressent aux interrogations sur l'information dont le public avec qui elle s'efforce de communiquer à le plus besoin et sur la meilleure manière d'explicitement ce quelle cherche à leur dire (Woodford, 2005). C'est en fait, parce que la banque centrale ne contrôle en réalité et directement que les taux d'intérêt à très court terme (chapitre 1), alors que les taux d'intérêt des échéances les plus lointaines sont eux qui jouent un rôle important dans l'économie. Par contre, la liaison entre les deux échéances des taux n'est possible qu'à travers les anticipations. Dans ce cas, la communication de la banque centrale est l'outil principal qui exerce une influence sur la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme, que font les agents à travers leurs anticipations. Ainsi, cette communication permet à la banque centrale d'exercer un impact sur l'économie. Grace à cet exercice, la banque centrale peut gérer les anticipations des agents et le reste se fait

par les marchés. En ce sens, (Woodford, 2005) signale que les variations de taux d'intérêt au jour le jour requises pour atteindre un objectif donné peuvent être beaucoup plus modestes lorsque les taux anticipés changent aussi.

Comme Drumetz et al. (2015) le soulignent, le rôle de la communication est d'ancrer les anticipations d'inflation pour qu'elles ne s'installent pas à un niveau tel que le rétablissement de la stabilité des prix s'effectuerait de manière coûteuse. Dans le même sens, Jeanneau (2009), cite parmi les raisons de communiquer : le souci d'assurer une meilleure responsabilité, de mieux faire comprendre aux marchés les objectifs de la politique monétaire, de guider les anticipations et de faire comprendre le processus de décision. De sa part, Geraats (2009), montre comment la banque centrale peut renforcer sa crédibilité sur les objectifs qu'elle a annoncé en fournissant en plus au public ses projections des chocs qui frappent l'économie. Il subsiste toutefois un risque que le public ne connaisse pas la structure du modèle de l'économie utilisé par la banque centrale, il ne peut pas s'assurer que les décisions de politique monétaire et les résultats obtenus correspondent aux objectifs annoncés et le risque que l'économie subit des chocs sera amplifié.

Au final, une synthèse de l'analyse théorique fait ressortir qu'une meilleure transparence a des conséquences macroéconomiques; mais elles varient d'un modèle à l'autre et il est difficile de tirer des conclusions générales à ce sujet. D'autre part, il ressort de cette analyse que la transparence est bénéfique quand les asymétries d'information sont une source d'inefficiences, en revanche, elle peut être coûteuse si la banque centrale peut les compenser en utilisant l'avantage dont elle dispose en matière d'information. A cet égard, Blinder et al. (2008) signalent que la théorie ne permet pas de dire quel est le niveau optimal de transparence. Par contre, une analyse empirique permet d'en avoir une idée.

Quant aux limites de cette transparence et les raisons, d'une banques centrale, à ne pas communiquer sur quelques aspect de la définition ou de la conduite de la politique monétaire, il est généralement fait référence aux raisons suivantes : son souhait de création des surprises d'inflation (Cukierman et Meltzer, 1986)<sup>89</sup>; son attachement au principe de la non diminution du bien-être en diffusant des informations imprécises (Morris et Shin, 2002)<sup>90</sup> et enfin son souhait à

---

<sup>89</sup> Cukierman A. et Meltzer A.H. (1986) : « A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation », *Econometrica*, 54, 1099-1128.

<sup>90</sup> Morris S. et Shin H. S. (2002) : « Social value of public information », *American Economic Review*, 92, 1521-1534.

ne pas altéré la qualité des débats du comité de politique monétaire (Meade et Stasavage, 2008)<sup>91</sup>.

### 1.2.3. Domaines de la communication des banques centrales

Selon la littérature économique la communication des banques centrales peut concerner différents domaines en utilisant différents canaux. Pour ce qui est des domaines, les travaux sur la question citent différentes classifications. La plus connue et la plus citée est celle de Geraats (2002). L'auteur fait la distinction entre cinq aspects de la transparence de la politique monétaire:

- d'abord, il cite l'importance de communiquer sur les objectifs et les dispositions institutionnelles pour faciliter la compréhension des motifs des décideurs de politique monétaire ;
- ensuite, il insiste sur l'information économique utilisée et qui concerne spécialement : les données, les modèles utilisés, les prévisions économiques... ;
- puis, il évoque la procédure de la prise de décision au sein du comité de politique monétaire en exigeant la publication du compte rendu des délibérations de celui-ci ;
- il ajoute aussi, une annonce rapide des décisions accompagnées des explications de ces décisions et l'indication de l'orientation future de la politique monétaire ;
- enfin, il cite l'aspect opérationnel de la mise en œuvre de la politique monétaire.

Cette conception des domaines de la communication, laisse entendre que la communication sur l'objectif aide à fixer l'état permanent de l'économie, le point final vers lequel l'économie tend spontanément une fois les chocs dissipés (Trichet, 2008). Ce type de communication ôte toute éventualité de la survenue de problèmes liés à l'absence d'une règle valable en toutes circonstances (Woodford, 2005). De la même manière, Geraats (2007) démontre que les marchés financiers réagissent plus prudemment aux communications de la banque centrale s'ils perçoivent de l'opacité chez celle-ci, une attitude qui est de nature à atténuer la volatilité des attentes du secteur privé.

Par contre, l'importance des autres aspects de la communication tient au fait de leur utilité en matière d'analyse économique ainsi qu'en matière de projections du comité de politique monétaire et de ses membres. Ce type de communication est très répandu dans les publications des banques centrales (rapports annuels, bulletins) et les prises de parole des dirigeants de celles-ci (discours, entretiens et auditions). Enfin, à l'issue de la réunion du comité

---

<sup>91</sup> Meade E. E et Stasavage D. (2008) : « Publicity of debate and the incentive to dissent : Evidence from the US Federal Reserve », *Economic Journal*, 118, 695-717.

de politique monétaire, toutes les grandes banques centrales émettent un communiqué à fin de faire connaître immédiatement leur décision et éventuellement son explication par une conférence de presse qui le suit immédiatement. L'importance de cette communication et de son immédiateté est de faire éviter aux marchés financiers une volatilité excessive. Dans le même contexte, Drumetz et al. (2015), signalent que les différentes pratiques entre les banques centrales sont beaucoup plus importantes en ce qui concerne le processus de décision surtout en matière de publication ou non du vote individuel et tenue de conférence de presse.

Dans le cadre du ciblage d'inflation, toutes les banques centrales publient des rapports sur l'inflation (*Inflation Reports*), généralement sur une base trimestrielle. Ces rapports contiennent :

- l'évaluation par les banques centrales des conditions économiques, notamment leurs prévisions d'inflation et même leurs prévisions de production, ou même celles d'écart de production ;
- des discussions sur les projections et les différents scénarios qu'elles envisagent ;
- et des explications sur les décisions de politique monétaire. La plupart des banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation publient les comptes-rendus (*Minutes*) des réunions de décision de politique monétaire et les détails des décisions prises, généralement par voie de presse.

De plus, ces mêmes rapports contiennent des informations sur :

- la cible d'inflation,
- les moyens pour l'atteindre,
- ces limites,
- les délais pour l'atteindre.

Au final, pour plus de crédibilité et d'efficacité, les rapports sur l'inflation doivent donc avoir des objectifs explicites (et non implicites).

#### 1.2.4. Effets de la communication

D'une manière générale, les travaux sur les effets de la communication des banques centrales, distinguent deux types d'effets : ceux exercés sur les marchés financiers et ceux exercés sur l'économie.

##### 1.2.4.1. Les effets exercés sur les marchés financiers

Concernant ces effets, les travaux de recherche ont fait apparaître que l'importance de la communication semble refléter les choix stratégiques en matière de politique monétaire. Ainsi,

cette communication constitue un élément du cadre institutionnel de la politique monétaire et doit être adaptée aux principes et contraintes qui façonnent ces institutions (Trichet, 2008). Quant à son impact sur ces marchés, il est mesuré à travers les variations du niveau et/ou de la volatilité des prix d'actifs. S'agissant de la prévisibilité de la politique monétaire, Drumetz et al. (2015) font la distinction entre deux catégories de prévisibilité.

La première concerne le court terme, c'est-à-dire celle de la prochaine décision de la politique monétaire. A cet effet, la communication agit sur les anticipations et elle devrait rendre les décisions de politique monétaire davantage prévisibles. Ainsi, les surprises de taux d'intérêt devraient être faibles et peu fréquentes et la volatilité des marchés financiers ne devrait pas être affectée par l'annonce des décisions (Blattner et al. 2008)<sup>92</sup>. D'une manière générale, les travaux de recherche, sur la mesure de l'impact des surprises de politiques monétaires sur le taux d'intérêt des grandes banques centrales, constatent que celui-ci est comparable et dépend en grande partie de la communication et de la décision des membres du comité de politique monétaire. A titre d'exemple, Lange et al. (2003)<sup>93</sup>, constatent que les variations du taux des fonds fédéraux ont été de mieux en mieux et plus précocement incorporées dans le taux des bons du Trésor à 3 mois à partir de la période où Fed a accentué sa transparence. Dans le même sens, Coibion et Gorodnichenko (2012) trouvent que la publication par la Fed de la balance des risques a permis une amélioration des prévisions de taux d'intérêt des marchés financiers et des prévisionnistes professionnels.

La seconde a trait au moyen terme, c'est-à-dire la contribution de la communication à l'ancrage des anticipations inflationnistes. Globalement, il est signalé que, dans l'ensemble, les marchés financiers réagissent à la communication des banques centrales et le font dans le sens attendu et ce peu importe les instruments de cette communication (communiqués, auditions et discours du président ou autres moyens de communication) (Drumetz et al. 2015). Dans le même ordre d'idée, Parent et al. (2003), constatent que l'instauration d'un calendrier de dates préétablies pour l'annonce des taux directeurs a rendu plus prévisibles les décisions de la Banque du Canada et a permis aux marchés financiers de mieux comprendre la politique monétaire canadienne.

---

<sup>92</sup> Blattner T., Catenaro M., Ehrmann M., Strauch R. et Turunen J. (2008) : « The predictability of monetary policy », Occasional Paper n° 83, Banque centrale européenne.

<sup>93</sup> En étudiant le cas de la Fed dans le but de mesurer le contenu informatif de la courbe des taux et des futurs taux sur la période 1983-2000 afin de prévoir les variations du taux des fonds fédéraux.



#### 1.2.4.2. Les effets exercés sur l'économie

D'une manière générale, dans les études consacrées aux effets de la communication sur l'économie, les chercheurs s'attachent souvent à déterminer l'incidence que peut avoir sur l'inflation. Cependant, il est généralement question de l'étude de deux catégories d'effets économiques: l'effet incitatif qui engage la banque centrale sur la poursuite d'une inflation faible et l'effet d'information qui lui permet d'agir sur les anticipations des agents et en retour sur la dynamique macroéconomique (Geraats, 2009). Ainsi, en agissant sur les anticipations des agents en retour ils exercent un effet sur l'économie et c'est par cet effet que la banque centrale peut aussi influencer l'économie [Hellwig (2002b), Walsh (2006), Svensson (2008), Boivin (2011)]. Ce mécanisme est illustré par un modèle Nouveau Keynésien de base tel que celui présenté par Woodford (2003 b) [voir par exemple Blinder *et al.* (2008), Rudebusch et Williams (2008), Geraats (2009)].

Ainsi, la communication peut exercer un effet sur l'inflation en contribuant à la crédibilité de la politique monétaire. Comme le soulignent, Chortareas et al. (2002) la publication de prévisions plus détaillées par la banque centrale fait diminuer le taux d'inflation moyen, selon des données transversales portant sur 82 pays<sup>94</sup>. Pour leur part, Dincer et Eichengreen (2007), observent que la transparence a une incidence généralement favorable, bien qu'assez faible, sur la variabilité de l'inflation et de la production.

D'une manière générale, la plupart des travaux de recherche s'accordent pour dire que les effets sont de deux sortes : ceux exercés sur les prévisions et les anticipations d'inflation et ceux exercés sur sa dynamique.

Pour les premiers, Ehrmann et al. (2012), signalent que l'annonce d'un objectif quantifié d'inflation et la publication de prévisions de production et d'inflation contribuent à réduire significativement la dispersion des prévisions d'une large gamme d'indicateurs (inflation, PIB, taux d'intérêt à court terme et à long terme). Néanmoins, ce résultat est contredit par Pierdzioch et Rulke (2013), qui trouvent qu'à court terme les cibles de l'inflation annoncées ne servent pas, autant, comme « points de repères » pour les prévisionnistes participant à l'enquête Consensus Forecasts.

Quant à la dynamique de l'inflation, la recherche de ses indicateurs laisse une place tout à fait déterminante à la transparence. Cette constatation est notamment validée par les travaux

---

<sup>94</sup> Chortareas, G., D. Stasavage et G. Sterne (2002): « Does It Pay To Be Transparent ? International Evidence from Central Bank Forecasts », *Review, Banque fédérale de réserve de St. Louis*, vol. 84, n°4, p. 99-117.

développés par Minegishi et Courède (2009). A cet effet, ils trouvent qu'une plus grande transparence est associée à une courbe de Philips plus plate et à un rôle plus important de l'objectif de stabilité des prix dans la détermination de l'inflation. Toutefois, ils signalent que le pur effet de la transparence ne peut être dissocié d'autres aspects du cadre de la politique monétaire, tels que la crédibilité de la banque centrale. Pour leur part, Dincer et Eichengreen (2009), trouvent que l'accroissement de la transparence est lié positivement à une moindre volatilité de l'inflation et de manière moins robuste à une plus faible persistance de l'inflation, dans la mesure où la crédibilité de la politique monétaire se trouve renforcée.

Cukierman (2005) énumère deux situations où un niveau de transparence intermédiaire serait probablement optimal :

- ✓ la situation où la banque centrale ne dispose que d'une information sur des indications précoces des difficultés potentielles de certains segments du système financier. La publication de ces indicateurs pourrait provoquer une ruée vers les banques ou d'autres réactions imprévisibles qui conduisent la banque centrale à prendre des mesures plus expansionnistes qu'elle ne l'aurait fait si elle s'était temporairement abstenue de publier l'information ;
- ✓ la seconde, se présente dans le cas de l'existence de désaccords dans les discussions des membres du comité de politique monétaire. A cet effet, une préservation de la confidentialité de ces discussions est importante.

D'une manière générale, comme l'affirme Mishkin (2004) le dévoilement de la fonction objective de la banque centrale est susceptible de compliquer le processus de communication et d'affaiblir l'appui donné à l'institution dans la poursuite de ses objectifs à long terme. Dans le même sens, Macklem (2005) souligne, qu'une règle dépendant entièrement de l'état de l'économie est d'une complexité telle qu'aucune banque centrale n'acceptera de la déterminer ou de la communiquer de sitôt. Dans ces conditions, il ne faudrait pas accorder une importance excessive à la transparence car elle est impossible.

## Section 2: Le ciblage d'inflation et sa règle de conduite

### Introduction

Ces dernières décennies ont été marquées par la succession de crises et l'accélération du phénomène inflationniste. A cet effet, la question de la stabilité des prix<sup>95</sup> a été, considérée comme une condition essentielle pour garantir la réussite de tout régime monétaire et elle constitue son principal objectif. Dans ce contexte, plusieurs questions se sont posées aux autorités monétaires : Quelle est la stratégie économique optimale à choisir pour maintenir une stabilité des prix ? Comment assure-t-on cette stabilité ? Quelles sont les instruments que ces autorités peuvent mobiliser pour assurer cet objectif ? Dans le but de trouver des réponses à ces questions et d'autres, un large débat est né entre académiciens, d'une part et des décideurs de politiques monétaires afin de définir les instruments capables de contenir les effets d'une instabilité des prix, d'autre part. C'est dans ce contexte très précis que le régime de ciblage d'inflation trouve ses origines.

Dans la présente section, il est question de savoir pour quoi les stratégies de politique monétaire des grandes banques centrales consistent en un ciblage de l'inflation et comment celle-ci est mise en pratique et enfin, quelle a été son efficacité. Dans le prolongement des analyses présentées au premier chapitre, ces questions sont abordées sous l'angle traditionnel suggéré par la littérature économique à savoir, qu'une stratégie fondée sur des règles de conduite étant plus crédible et plus efficace qu'une politique discrétionnaire. L'objectif de cette même littérature était l'identification des règles de politique monétaire susceptible de permettre la réalisation d'une meilleure performance économique. Afin, de traiter ces questions, nos analyses s'articulent de la manière suivante : on propose de traiter dans un premier temps la question de la stabilité des prix et son évolution dans les stratégies de politique monétaire (2.1). Afin d'atteindre cet objectif de stabilité des prix et au vue de l'importance accordée au processus des anticipations de l'inflation et le rôle central qu'il joue dans la modélisation macroéconomique et dans la formulation et la réussite de la politique monétaire, nous serons ramené à un essai de définition de la stratégie du ciblage d'inflation, sa règle de conduite, son développement, ses instruments, ses avantages et inconvénients, et enfin son degré de réussite (2.2). Par la suite, nous analyserons son efficacité et ses effets, à travers l'exposition de quelques résultats de travaux empiriques (2.3)

---

<sup>95</sup> On signale dès le départ que lors de nos analyses, le problème de la stabilité des prix est défini, théoriquement, par la stabilité du niveau des prix, c'est-à-dire qu'il renvoie à un niveau des prix stationnaire caractérisé par une faible variance. Par contre, dans la sphère réelle, cette stabilité désigne une inflation faible et stable.

## 2.1. La stabilité des prix

Au fil du temps, les objectifs de la politique monétaire ont évolué selon la place qu'accordait la théorie à la monnaie. En définitive, la politique monétaire n'a retrouvé son statut actuel qu'après avoir prouvée son efficacité à combattre la hausse des prix qu'a connue l'économie mondiale durant les années 1970. Ainsi, elle est mise au service de la politique économique.

Selon Greenspan A. (1989)<sup>96</sup>, il y a stabilité des prix lorsque les variations attendues du niveau moyen des prix sont suffisamment faibles et graduelles pour ne pas influencer sensiblement sur les décisions financières des entreprises et des ménages. Cette analyse, a été reprise et relancée par les travaux de Levine et Renelt (1992), Roubini et Sala-i-Martin (1992), Rajhi et Villieu (1993) qui ont tenté d'expliquer la relation de causalité entre la croissance, l'inflation et les politiques monétaires. Dans un sens plus radicale et afin d'assurer une meilleure politique monétaire, Svensson (1999 b) a proposé l'idée d'un ciblage du niveau des prix (*price level targeting*). Il le voyait comme la solution certaine ou encore un avantage certain (*free lunch*) dans la variabilité de l'inflation. Pour certains, c'est de ses travaux qu'est née la politique de ciblage d'inflation.

### 2.1.1. La stabilité des prix comme un objectif de la politique monétaire

Les travaux mentionnant la stabilité des prix comme objectif essentiel de la politique monétaire sont le résultat d'un consensus autour de deux approches de l'analyse de l'inflation et des moyens de sa maîtrise. La problématique essentielle des deux approches est de savoir si la politique monétaire peut assurée la stabilité des prix ou non. Après les travaux de Phillips (1958) et les analyses de Samuelson et Solow (1960) qui ont montré qu'un taux de chômage de 5% à 6%, semblerait le prix à payer pour garantir la stabilité des prix au cours des prochaines années. Ce cadre d'analyse a été renforcé, durant les années 1960 et 1970, par la croyance dans la capacité d'une politique monétaire activiste à arbitrer entre inflation et emploi et par la même à assurer durablement un faible niveau de chômage. Cette thèse est reprise plus tard par Bernanke (2004) pour expliquer l'optimisme de la production (*output optimism*). Prenant appui sur cette réalité, Drumetz et al. (2015) développent deux motifs supplémentaires pour expliquer la persistance de cette croyance dans les années 1970, notamment aux Etats-Unis :

---

<sup>96</sup> Pour plus de détails voir Greenspan, A. (1989) : « Statement and additional material in hearing before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives », Paper presented at the "101st Congress, October 25", Washington: U.S. Government Printing Office.

- Le premier motif à trait au souhait répondu chez les décideurs d'adopter une doctrine d'une inflation poussée par les coûts donc imputable à des causes exogènes à la politique monétaire et non contrôlable par elle. Ainsi, ils marquent leur inscription dans la logique de l'interprétation non monétaire de l'inflation.
- Le second motif tient au fait que la Fed à la fin des années 1960 et au début des années 1970 surestime l'écart de production et sous-estime le taux de chômage naturel.

Au total, on observe que le choix de ce type de politique monétaire a mené les grandes économies des pays développés à une période dite de grande inflation et s'engagées dans des politiques de *go-stop*. La description de ce type de politique monétaire, notamment initié par les travaux de Good Friend (2007) et reprise par Drumetz et al. (2015) décrit celle-ci de la façon suivante : « la politique *go-stop* était une conséquence de l'inclination d'une banque centrale à répondre aux préoccupations fluctuantes du public entre inflation et le chômage. La banque centrale stimulait l'emploi dans la phase *go* du cycle jusqu'à ce que le public se préoccupe de l'inflation. Alors une politique agressive de taux d'intérêt donnait le départ à la phase *stop* du cycle de politique monétaire afin de réduire l'inflation, tandis que le taux de chômage augmentait avec retard. Le soutien du public à des hausses de taux disparaissait lorsque le taux de chômage commençait à progresser, de sorte qu'il était politiquement difficile de revenir sur une hausse du taux d'inflation ».

Sur le plan théorique, l'un des principaux axes de recherche s'oriente vers l'insistance sur le coût de la désinflation et le relâchement de l'approche de l'efficience absolue de la politique monétaire à lutter contre l'inflation. La logique des travaux de l'époque reste profondément Keynésienne (Nelson et Schwartz, 2007), et ses principaux outils sont : une politique des revenus accompagnée d'une recommandation de mise en place d'une politique d'encadrement du crédit. Ce renversement théorique s'inscrit dans la logique de l'approche Keynésienne alors dominante et la problématique y est celle d'une réduction des coûts de l'inflation. Deux arguments sont avancés pour expliquer comment cette réduction des coûts de l'inflation assure l'efficacité de cette stratégie :

- d'une part, la politique budgétaire permet d'actionner les leviers d'une économie ou le secteur privé est vu comme inerte, réagissant mécaniquement aux incitations gouvernementales (Drumetz et al. 2015) ;
- d'autre part, le rôle assigné à la politique monétaire est celui d'ajuster les taux d'intérêt pour qu'ils restent toujours à leurs plus bas niveau afin d'alléger la charge de la dette publique.

Toute fois, il est intéressante de signaler qu'après la crise financière de 2007, une question sur une éventuelle causalité entre stabilité des prix et stabilité financière est posée, malgré la pertinence de cette question, la littérature existante sur le sujet est limitée et est généralement dominée par la croyance conventionnelle (Blot et al. 2014). A cet effet, Betbéze et al. (2011) invitent les académiciens d'en redessiner les contours théoriques de la politique monétaire, et les banquiers centraux à redéfinir un nouveau cadre de leur action.

D'une manière générale, à partir de la lecture de la littérature sur la politique monétaire, on constate le dégagement d'un cadre conceptuel commun entre les différentes approches. Ce sont principalement les définitions de la stabilité des prix et la mesure de l'inflation qui sont au centre du consensus entre ces approches. D'autre part, l'instabilité financière est causée ou aggravée par les fluctuations du niveau général des prix, suivant deux canaux: d'un point de vue microéconomique, l'instabilité des prix liée aux horizons d'investissement plus courts, et les gains nominaux des gouvernements. Et d'un point vue macroéconomique, la fluctuation des prix impacte le risque financier. Entre autre, l'inflation encourage les investissements spéculatifs.

En effet, selon Bordo et Wheelock (1998) si ce paradigme traditionnel est valide, alors la stabilité monétaire cause la stabilité financière. Or, pour ces mêmes auteurs aucune théorie spécifique n'explique le paradigme traditionnel. En suite, ils signalent que :

- pour les tenants du monétarisme, des perturbations monétaires peuvent occasionner l'instabilité, à cause d'une inflation non-anticipée résultant de contractions ou d'expansions monétaires provoquant des paniques bancaires.
- pour ceux de la fragilité financière, la corrélation entre stabilité financière et les prix peut être la conséquence de booms économiques.

Cependant, la récurrence des crises financières confirme les limites du paradigme actuel de la politique monétaire [Borio (2011) ; Bayoumi et al. (2014)]. Dans le même ordre d'idées, Carre et al. (2013), relèvent que 92% des banquiers centraux et 91% des économistes pensent que la récente crise financière a remis en cause, à la fois les objectifs et les instruments de la politique monétaire, par conséquent, elle défie profondément l'approche traditionnelle des banques centrales et des autorités de surveillance financière et les obligeant à adjoindre à la stabilité des prix d'autres objectifs [Bernanke (2012); Blanchard et al. (2010)].

### 2.1.2. Critères de mesure de la stabilité des prix

D'une manière générale, les critères de mesure de la stabilité des prix sont multiples et variés, comme le souligne Camba-Mendez G. (2003), cité également par Drumetz et al. (2015), ils doivent répondre aux trois critères suivants :

- crédibilité : l'indice des prix doit être reconnu comme pertinent par le public ;
- fiabilité : l'indice des prix ne devrait pas être affecté par des biais ;
- périodicité et disponibilité : l'indice des prix devrait être publié avec la fréquence la plus élevée et dans les délais les plus courts possible.

Selon les auteurs, il semble ainsi nécessaire de trouver les bonnes liaisons entre ces critères pour qu'une mesure de la stabilité des prix soit efficace. Ainsi, par exemple si la fiabilité de l'indice contribue à sa crédibilité, des délais de publications très courts peuvent nuire à la fiabilité. Pour éviter ce type d'entrave de la fiabilité, les auteurs supposent l'existence de deux mécanismes à savoir : la publication des estimations en matière d'inflation et la révision des séries de celle-ci. C'est cet effort régulier des banques centrales qui fonde leurs capacités à orienter les anticipations du public et maîtriser l'inflation.

D'une manière générale, la littérature économique a notamment souligné la préférence des banques centrales de l'utilisation de l'indice des prix à la consommation. Trois arguments sont avancés pour expliquer cette préférence des banques centrales :

- la fréquence mensuelle de sa disponibilité et de son acceptation par le public ;
- sa cohérence avec l'objectif de maximisation du bien être par la politique monétaire ;
- enfin, il permet d'organiser une comparabilité entre les pays.

Toutefois, cette référence, malgré sa simplicité apparente, peut être affectés de biais (Handbury et al. 2013) et que ces biais sont le résultat de deux sortes d'erreurs :

- erreurs d'échantillon liées au fait que les indices des prix sont établis à partir d'un sous ensemble de prix au lieu de l'ensemble de l'échantillon ;
- erreurs de formule et de poids qui résultent de l'utilisation de moyennes le plus souvent arithmétique, plutôt que géométrique et surtout non pondérées par les ventes (Drumetz et al. 2014).

Dans l'ensemble, ces erreurs sont liées aux comportements des consommateurs et à leurs habitudes de consommation et reflètent ce que la microéconomie du comportement du consommateur appelle l'effet de substitution et l'effet de revenus dont les effets différent d'un

consommateur à l'autre. C'est en fait la diversité de situation des consommateurs qui fonde les disparités des biais très fréquents au sein d'une économie. Cependant, et dans le but de minimiser l'effet de ces biais, différentes améliorations ont été apportées au calcul de l'indice des prix afin de réduire l'impact du biais total de mesure de l'indice des prix<sup>97</sup>. Toutefois, Handbury et al. (2013) soulignent l'existence pour la politique monétaire d'un problème important qui provient du biais dans la mesure de l'inflation et qui varie avec le niveau de celle-ci.

Au final, de l'avis de nombreux économistes, les liens entre monnaie et prix conduit à considérer comme principal objectif de la politique monétaire le maintien de la stabilité des prix. Les raisons de ce choix trouvent leur explication dans l'importance des coûts élevés auxquels conduit l'inflation. Si un consensus est trouvé sur ces liens, le débat a porté sur les missions des autorités monétaires et les modalités de leurs interventions: le fameux débat entre le choix de conduite d'une politique monétaire discrétionnaire ou une politique selon une règle (chapitre 1). Dans l'ensemble, les débats théoriques sur les objectifs de la politique monétaire mettent en avant que la stabilité des prix constitue l'objectif le mieux approprié de celle-ci. A cet égard, une grande majorité des banques centrales attribuent à la stabilité des prix une grande importance en matière de la croissance économique.

Les travaux de la nouvelle école classique ont affirmé que la stabilisation des prix est le seul objectif atteignable à long terme par les banques centrales et le plus à même de maximiser le bien-être des agents économiques. Toutefois, la synthèse de ces travaux met l'accent sur la crédibilité des autorités monétaires : elles doivent annoncer un objectif précis et s'y conformer. Pour gagner en crédibilité, les banquiers centraux vont alors privilégier les règles pour mener leur politique monétaire. De leurs points de vue, une politique monétaire fondée sur des règles de conduite étant plus crédible qu'une politique discrétionnaire<sup>98</sup>. Théoriquement, les règles ont pour ambition de permettre de réaliser une meilleure performance économique. A cet égard, il faut les distinguer des fonctions de réaction qui ont pour objectif d'évaluer ex-post les déterminants des décisions des banques centrales dans la conduite de la politique monétaire (Drumetz et al. 2015).

---

<sup>97</sup> Les travaux les plus connus sur cette question sont ceux de Boskin et al. (1996) et Gordon (2006).

<sup>98</sup> Cependant, il est intéressant de souligner que la littérature académique calasse les règles de politique monétaire en deux groupes (Rudebusch et Svensson, 1999 ; Svensson 1999 c) : les règles d'instrument et les règles d'objectif. Ainsi, les règles d'instrument font référence à la forme fonctionnelle permettant de déterminer le niveau des instruments à un moment donné. Elles peuvent être implicites ou explicites. Les plus connues de ce type de règle sont : règles de taux d'intérêt (règle de Taylor) et celle de la base monétaire (règle de McCallum). Par contre, les règles d'objectif ont pour fondement l'optimisation de la fonction objectif fixée par la banque centrale. Ce type de règle, vise à minimiser l'écart entre le niveau anticipé de la variable cible et son niveau cible. Quant à l'objectif, il peut être soit final soit intermédiaire. C'est dans ce type que s'inscrit la règle de ciblage d'inflation, qui repose sur la comparaison entre l'objectif d'inflation et son niveau anticipé (prévu).



Dans ce sens, Fisher plaidait pour un ciblage du niveau général des prix (et non de l'inflation) qu'il jugeait temporaire, remplacé à long terme par une règle de quantité (monétariste). Il prônait aussi une règle mécanique, et non contingente comme c'est le cas pour le ciblage d'inflation. C'est ainsi que les autorités monétaires, en quête d'une nouvelle stratégie, vont peu à peu adopter le ciblage d'inflation (IT pour *inflation targeting* en anglais). Selon cette approche, la banque centrale doit annoncer clairement un taux d'inflation comme cible (sous section 2.2) et moduler ses taux directeurs pour l'atteindre. Par exemple, si le taux d'inflation est supérieur à la cible, la banque centrale relève ses taux. L'objectif peut toutefois être apprécié à moyen terme, ce qui évite notamment une forte volatilité des taux directeurs.

Une telle stratégie aurait notamment le mérite d'ancrer plus efficacement les anticipations et ainsi d'atteindre plus facilement la cible. En outre, puisque les agents gagnent en certitude quant à l'évolution future des prix, ils peuvent plus efficacement prendre leurs décisions, notamment dans leurs choix d'investissement, ce qui accroît la stabilité macroéconomique.

Avant d'analyser la stratégie du ciblage d'inflation, il est intéressant de connaître quelle est la nature de l'inflation pour pouvoir ensuite évaluer l'efficacité des outils utilisés pour lutter contre ce phénomène.

Selon Parkin, M. (1974), l'inflation trouve ses sources dans deux phénomènes à savoir : la demande excédentaire et l'anticipation inflationniste qui résulte elle-même de l'expérience de l'inflation antérieure et par la même de la demande excédentaire antérieure. Quant à la demande excédentaire, elle est principalement due à une expansion monétaire excessive. D'après ce raisonnement, l'anticipation inflationniste est en effet supposée déclencher et dynamiser un processus d'influence de la monnaie sur la séquence des prix. C'est aussi elle qui explique, principalement, les chroniques d'inflation passées. C'est elle enfin qui détermine les mouvements passés de la masse monétaire.

A cet effet, les autorités monétaires ayant pour mission d'orienter et d'utiliser cette anticipation inflationniste en vue de guider celles du public et les maintenir plus proche de la cible fixée à cet effet<sup>99</sup>. Ainsi, cette approche différente de l'inflation a permis aux économistes de s'appuyer sur la rationalité des agents économiques pour dynamiser les anticipations inflationnistes. La problématique de cette approche est alors le recours, des banques centrales, à des objectifs intermédiaires de monnaie qui les engagent vis-à-vis du public et leurs permettent d'agir discrètement sur les anticipations de l'inflation. Cette nouvelle stratégie laisse une place

---

<sup>99</sup> Nous reviendrons sur le choix optimum des cibles de l'inflation dans les analyses de la sous-section (2.2.2) de ce chapitre.

tout à fait prépondérante aux efforts de la transparence et de la communication des banques centrales quant à son objectif de la stabilité des prix en suivant une règle de conduite de la politique monétaire de ciblage d'inflation. Cette communication est conduite d'une manière transparente, ce qui permet à la banque centrale d'établir un climat de confiance avec le public qui se traduit en fin de compte par une efficacité de son action. Selon ce raisonnement, l'engagement des banques centrales se concrétise par la baisse de l'inflation à des niveaux favorables à une reprise de la croissance économique et une baisse du chômage.

Selon Drumetz et al. (2015), deux traits caractérisent cette nouvelle approche de l'inflation : *« elle est vue comme un phénomène monétaire au sens où la politique monétaire peut la contrôler, éventuellement seule ; elle est vue aussi comme un processus dynamique qui fait interagir le secteur privé et la banque centrale, ce qui amène la politique monétaire à être orienté vers l'avenir »*.

Du point de vu des banques centrales, une inflation basse et stable est de plus en plus considérée comme l'objectif prioritaire de la politique monétaire. Elle est aussi souhaitable, parce qu'une augmentation continue du niveau général des prix crée une incertitude dans l'économie qui peut être préjudiciable à la croissance économique. Par exemple, une variation importante du niveau général des prix constitue une information difficile à interpréter par le public. Ainsi, le processus de prise de décision des ménages, des entreprises et celui des pouvoirs publics devient compliqué ce qui rend le système financier moins efficient.

Au total, le processus des anticipations de l'inflation joue un rôle central dans la modélisation macroéconomique et dans la réussite de la politique économique. Et d'une manière plus générale, plusieurs études empiriques montrent que l'inflation pénalise la croissance économique (Fisher S. 1993). Dans un passé récent, l'hyper inflation observée dans des pays émergents comme l'Argentine, le Brésil et en Russie est avérée désastreuse pour le fonctionnement de leurs économies.

## 2.2. Stratégie du ciblage d'inflation : aspects théoriques et analytiques

Historiquement, la gouvernance de la banque centrale s'est développée lors des controverses entre keynésiens et monétaristes (Issing 2012). Durant les années 1990, ces controverses associées à une hyperinflation et à des périodes de chômage plus longues, ont poussé certains banquiers centraux à adopter le ciblage d'inflation comme stratégie de politique monétaire optimale (Svensson, 2009) ; (Mishkin 2010). A partir des années 2000, la réputation de la banque centrale basée exclusivement sur la stabilité des prix se retrouve au milieu des

critiques, dans un environnement incertain où la politique monétaire doit être robuste et ouverte pour tenir compte des changements dans la structure de l'économie et des innovations dans les marchés financiers, etc.

Depuis son adoption en 1989, la stratégie du ciblage de l'inflation domine une partie de la littérature économique et a connu un succès croissant. Depuis 2006, elle constitue le régime de référence du fonds monétaire international. Cependant, il est difficile de trouver une définition claire des régimes de ciblage d'inflation. En théorie, le ciblage de l'inflation suppose que les autorités mettent en place les préalables institutionnels nécessaires au respect de la cible. Les premiers travaux menés sur le sujet, sous la forme d'études de cas, en témoignent les premiers<sup>100</sup>. Pour la littérature standard, le ciblage d'inflation est né de la science de la politique monétaire, de l'incohérence temporelle principalement.

Historiquement, la littérature économique, nous enseigne que cette stratégie :

- ✓ s'inscrit principalement dans le cadre des réformes gouvernementales inspirées de l'École de Harvard ;
- ✓ il a émergé comme un art pragmatique, pauvre en fondation théorique. Pour certains, c'est une innovation au regard de la théorie;
- ✓ il a une origine largement pragmatique (Svensson 2002) mais, d'une manière générale, il apparaît comme un cadre privilégié pour mettre en œuvre une volonté de transparence<sup>101</sup> (Orphanides 2009).

### 2.2.1. Origine et cadre analytique du ciblage d'inflation

De nombreuses banques centrales ont adopté le ciblage d'inflation comme réponse pragmatique à l'échec d'autres régimes de politique monétaire, plutôt que pour répondre à une nouvelle réflexion économique. La théorie et la pratique se sont développées ensemble au fil du temps et il existe maintenant une abondante littérature scientifique sur le ciblage d'inflation<sup>102</sup>. Généralement, pour parvenir à la stabilité des prix, la politique monétaire nécessite un ancrage nominal<sup>103</sup>. Cet ancrage consiste en la fixation d'une variable nominale afin de fixer le niveau des prix à long terme.

---

<sup>100</sup> Voir par exemple : Bernanke et Mishkin (1997), McCallum (1998), Bernanke *et al.* (1999), Neumann et von Hagen (2002), Roger et Stone (2005).

<sup>101</sup> Cette transparence est définie dans le sens où elle désigne une situation où la banque centrale révèle au public ses informations privées.

<sup>102</sup> L'interaction entre théorie et pratique est décrite dans Hammond, Kanbur et Prasad (2009).

<sup>103</sup> L'histoire de l'évolution de l'ancre nominale utilisée par les banques centrales a été décrite dans le chapitre 1.

Pour Friedman, l'inflation est partout et toujours un phénomène monétaire. Ainsi, l'objectif final de la politique monétaire à long terme est identifié, il reste à la banque centrale de le contrôler à travers les agrégats monétaires. Parallèlement, selon Friedman, la courbe de Phillips est verticale à long terme, en indiquant une absence d'arbitrage inflation/production à long terme, justifierait l'inflation comme seul objectif final<sup>104</sup> et recommanderait de cibler directement l'inflation. Mais selon certains économistes à l'instar de Yates (1995), cette position de Friedman ne permet pas de mesurer avec exactitude l'influence sur l'inflation anticipée, les objectifs intermédiaires et les indicateurs qui permettent de parvenir à cette cible. De plus, à la différence du ciblage monétaire focalisant indirectement l'inflation à travers des objectifs intermédiaires d'agrégats monétaires, la stratégie du ciblage d'inflation cible directement l'inflation sans objectif intermédiaire. Cependant, certains économistes soulignent que le ciblage d'inflation pourrait s'inscrire dans la perspective de Sargent (1983) : une annonce de désinflation crédible permettant une désinflation rapide et sans coût (ratio de sacrifice) pour l'économie réelle si les anticipations des agents s'ajustent immédiatement. Mais la littérature de la crédibilité préconise une solution au biais inflationniste par l'exclusion du politique lors des prises de décisions de la banque centrale (une indépendance à maxima analysée au cours de la section 1 de ce chapitre). Selon la macroéconomie de l'indépendance, elle permettrait une désinflation, donc un ciblage d'inflation sans ratio de sacrifice pour l'économie réelle<sup>105</sup>. Ainsi les banques centrales les plus indépendantes auraient affiché de meilleures performances macroéconomiques, notamment en matière d'inflation.

Pour les nouveaux keynésiens, la courbe de Phillips augmentée des anticipations motivant le management des anticipations est au cœur du ciblage d'inflation. Elle porte sur l'objectif d'inflation et emploie l'instrument de taux d'intérêt, Woodford (2003). D'autre part, Mishkin (1999), signale que pour les néo-keynésiens, le ciblage d'inflation s'inscrit aussi dans la tradition des banques centrales de recherche d'un ancrage nominal, notamment pour contrôler les anticipations et donc assurer la stabilité des prix.

Comme le montrent Bernanke et al. (1999) dans leur revue de la littérature sur le succès du ciblage d'inflation et les études menées à l'époque ont mis davantage en évidence le fait que le ciblage d'inflation découle de la robustesse de ses fondations ancrées dans la science de la

---

<sup>104</sup> Sherwin Murray (1999a): « strategic choices in inflation targeting: the New Zealand experience », Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 62 (2), p. 74.

<sup>105</sup> Voir sur ce point, notamment, les travaux de : Albagli et Schmidt-Hebbel (2004), Cukierman (2005, Demertzis et Hughes Hallett (2007) et ceux de Gosselin (2008)).

politique monétaire de l'époque de sa création : les solutions de la nouvelle macroéconomie classique au biais inflationniste de Kydland-Prescott et Barro-Gordon<sup>106</sup>.

Cependant, il est intéressant de signaler que par fois, et dans une perspective historique, la littérature économique qui traite l'évolution de la stratégie du ciblage d'inflation prétend que l'apparition de ce régime en Nouvelle-Zélande s'inscrit dans un cadre plus globale qui est celui de la réforme de l'Etat. Une réforme basée sur l'apport de l'approche de la Harvard Business School en concevant la banque centrale comme une entreprise d'Etat dont le fonctionnement doit suivre les trois points suivants : (i) responsabilité managériale, (ii) clarté des objectifs, (iii) neutralité compétitive. Ces principes découlent de la microéconomie de l'École de Harvard<sup>107</sup> reposant sur deux piliers : Gouvernance d'entreprise et la nouvelle microéconomie.

Le pilier gouvernance d'entreprise et sa responsabilité managériale fonde une innovation majeure de la stratégie du ciblage d'inflation: la responsabilisation du «manager» de la banque centrale (le gouverneur) et du comité décidant la politique monétaire. La responsabilisation sur les résultats, de l'École de Harvard, requiert des objectifs vérifiables et observables: la valeur cible qui sert de mesure d'évaluation des performances du gouverneur. Selon Carré R. (2013), à la différence des précédentes, cette théorie justifie une innovation centrale du ciblage d'inflation : l'annonce d'une cible d'inflation explicite.

Quant au pilier nouvelle microéconomie, il fait de la transparence et de la théorie de l'agence (modèle principal/agent), l'une de ses principales composantes. A cet effet, la transparence est considérée comme un critère de performance pour juger l'action des responsables de la banque centrale. Dans ce cadre, l'introduction de la valeur cible de l'inflation dans la règle de conduite de la banque centrale est de nouveau justifié. Quant à la théorie de l'agence : le principal (gouvernement) conserve la définition des objectifs finaux mais délègue l'instrument pour les atteindre à la banque centrale. Selon Singleton J. (2006), cette délégation d'instruments serait un contrat d'objectif ou de performance.

D'une manière générale, la littérature économique<sup>108</sup> est majoritairement d'accord sur le fait que ciblage d'inflation est une stratégie de la politique monétaire et elle le définit comme une stratégie de management des anticipations d'inflation basée sur une cible d'inflation ( $\bar{\pi}$ ), accompagnée d'un cadre institutionnel de responsabilisation, de transparence et de

---

<sup>106</sup> Pour plus de détails voir Bernanke et al, (1999) : « Inflation Targeting: Lessons from the International Experience ». Princeton : Princeton university Press., p. 14

<sup>107</sup> Evans et al. (1996) : « economic reform in New-Zealand 1984-95: The pursuit of efficiency », Journal of Economic Literature, 34 (4), p. 1862.

<sup>108</sup> Entre autres les travaux de : Masson, Savastano et Sharma (1997) ; Mishkin (2000) et Eichengreen (2002).

communication (Carré E. 2014). Néanmoins, un régime de ciblage d'inflation comporte plusieurs éléments essentiels:

- ✓ La stabilité des prix est explicitement reconnue comme le principal objectif institutionnel de la politique monétaire<sup>109</sup> auquel les autres objectifs sont subordonnés ;
- ✓ L'annonce publique d'un objectif quantitatif d'inflation à moyen terme ;
- ✓ La politique monétaire repose sur un large éventail d'informations, notamment une prévision d'inflation ; l'utilisation d'une stratégie informationnelle axée sur plusieurs variables en plus des agrégats monétaires ou du taux de change pour décider des instruments de la politique monétaire ;
- ✓ l'accroissement de la transparence de la stratégie de la politique monétaire à travers la communication avec le public ;
- ✓ Mécanismes de responsabilité.

Pour King (2005), le cadre du ciblage d'inflation combine deux éléments distincts:

- ✓ un objectif chiffré précis pour l'inflation à moyen terme ;
- ✓ et une réponse aux chocs économiques à court terme.

A cet effet, l'objectif d'inflation fournit un cadre semblable à une règle sur lequel les agents économiques peuvent fonder leurs attentes concernant l'inflation future. Dans ce cadre normatif, la banque centrale a toute latitude pour réagir aux chocs, par exemple en ce qui concerne la rapidité avec laquelle il convient de ramener l'inflation à la cible. Pour leur part, Woodford (2003) et Svensson (2007) montrent que les objectifs du ciblage d'inflation peuvent être formulés par une fonction de perte quadratique consistant en la somme du carré des écarts d'inflation par rapport à la cible et d'une pondération multipliée par le carré de l'écart de production (d'une forme proche de celle indiquée au chapitre 1). En pratique, les pondérations respectives attribuées à la stabilisation de l'inflation et à la stabilisation de la production sont susceptibles de varier dans le temps (Hammond, 2012). Le choix des pondérations dépend, généralement, de la crédibilité de la banque centrale. Ainsi, lorsqu'une banque centrale essaie d'établir sa crédibilité, elle renforce la stabilisation de l'inflation.

Au final, on peut dire que l'un des principaux avantages du ciblage de l'inflation réside dans le fait qu'il associe des éléments de «règles» et de «discrétion» en matière de politique monétaire et qu'il est donc souvent qualifié de pouvoir discrétionnaire limité.

Au final, en synthèse de la littérature économique, le ciblage d'inflation est décrit comme un cadre d'application de la politique monétaire en liberté surveillée. Sur le plan théorique, cette stratégie est fondée, essentiellement, sur des règles qui contraignent la banque centrale d'annoncer

---

<sup>109</sup> Bien que la stabilité des prix soit l'objectif principal, il est courant que le mandat inclue d'autres objectifs, essentiellement, la croissance économique et l'emploi.

explicitement sa cible en appliquant une politique monétaire cohérente. D'une manière générale, la banque centrale a la liberté de régler ses instruments à une date donnée à un niveau pouvant faire converger le taux l'inflation anticipée vers un taux proche de la cible. Ainsi, les prévisions de l'inflation anticipée servent comme objectif intermédiaire, et en fonction de l'écart entre les deux taux, la banque centrale détermine l'action à mener. Cependant, sur le plan décisionnel, la banque centrale prend ses décisions, en matière de politique monétaire, en fonction des informations obtenues sur l'inflation anticipée. Par ailleurs, compte tenu de l'incertitude qui porte sur l'impact de la politique monétaire sur l'inflation, la banque centrale peut se permettre de dévier momentanément de la cible sans pour autant remettre en cause sa crédibilité.

Quant au processus que le ciblage d'inflation doit suivre, selon Svensson (2002), il doit suivre le cheminement basé sur les trois étapes suivantes : la première consiste en l'adoption d'un point d'ancrage nominal de l'inflation. Par la suite, la préoccupation de la banque centrale doit être concentrée vers un unique objectif : celui de la stabilité des prix. Enfin, elle définit les prévisions de l'inflation qui jouent un rôle important dans la mise en place des instruments de la politique monétaire. Avec des nuances la banque centrale européenne (2004), le ciblage d'inflation est plutôt une stratégie de la politique monétaire visant le maintien de la stabilité des prix en se focalisant sur les déviations des prévisions de l'inflation par rapport aux cibles annoncées. Dans le même sens, Angeriz et Arestis (2007) évoquent trois types de ciblage d'inflation : « *The Full-fledged Inflation-Targeting* », « *Lite Inflation-Targeting* » et « *Electic Inflation-Targeting* ». Le premier type traduit une meilleure transparence et une importante crédibilité de l'économie. Ainsi, de telles caractéristiques permettent une stabilisation certaine de l'output à des degrés variés. Le second type traduit une situation spécifique à des pays économiquement fragiles aux chocs financiers et économiques et dont les tissus financiers sont vulnérables et instables. Le troisième type est l'exemple type des pays qui se caractérisent par un niveau de crédibilité élevé et qui atteignent l'objectif de stabilité des prix sans aucun engagement.

Quand à son efficacité et ses effets, plusieurs travaux empiriques signalent que l'introduction de ce nouveau cadre de politique monétaire a eu des effets réels sur le niveau et les anticipations d'inflation et sur d'autres variables macroéconomiques telles que la production et le taux de change<sup>110</sup> (Mishkin, 1992 ; Schmidt-Hebbel, 2002 ; Truman, 2003 et Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2006). Au final, le dogme de la politique monétaire reste toujours le même et il

---

<sup>110</sup> Nous reviendrons sur l'exposé des résultats de certains de ces travaux dans la sous section 2.3.

consiste en le maniement du taux monétaire pour atteindre et maintenir l'économie sur la cible d'inflation.

Cependant, le principal enjeu théorique est de parvenir à modéliser les régimes de ciblage d'inflation, bien qu'ils soient d'origine empirique, pour dégager, entre autres, le rôle de la transparence dans leurs performances.

#### 2.2.1.1. Définition du ciblage d'inflation

Dans sa conception la plus générale, le ciblage d'inflation couvre toute politique monétaire consistant à se donner un objectif d'inflation quantifié et à définir les moyens et les instruments permettant d'atteindre directement cet objectif [Fekir, H. (2012)]. De manière plus détaillée Bernanke et al. (1999), précisent que le ciblage de l'inflation est un cadre de politique monétaire caractérisé par : l'annonce publique d'un objectif quantitatif officiel (ou d'une fourchette) pour le taux d'inflation sur une période de temps déterminée et par l'annonce officielle au public que le principal but de long terme de la politique monétaire est une inflation basse et stable. Cette définition est cohérente, notamment sur le plan comportemental de la banque centrale : elle préconise l'annonce publique d'un objectif quantitatif suivant une règle optimal, généralement, une sorte de règle de Taylor (1999). En suite, elle cherche à ancrer les anticipations d'inflation à court-moyen terme et à limiter l'incertitude sur l'évolution à long terme du niveau général des prix en annonçant que son but à long terme est d'atteindre une inflation basse et stable.

En effet, cette stratégie peut être aisément comprise par le public et sa réussite est conditionnée par la relation entre le niveau actuel de l'inflation et sa valeur anticipée. Dans ce sens, Carré, E. (2014)<sup>111</sup>, considère le ciblage d'inflation comme une stratégie de management des anticipations d'inflation basée sur une cible d'inflation, accompagnée d'un cadre institutionnel de responsabilisation, de transparence et de communication.

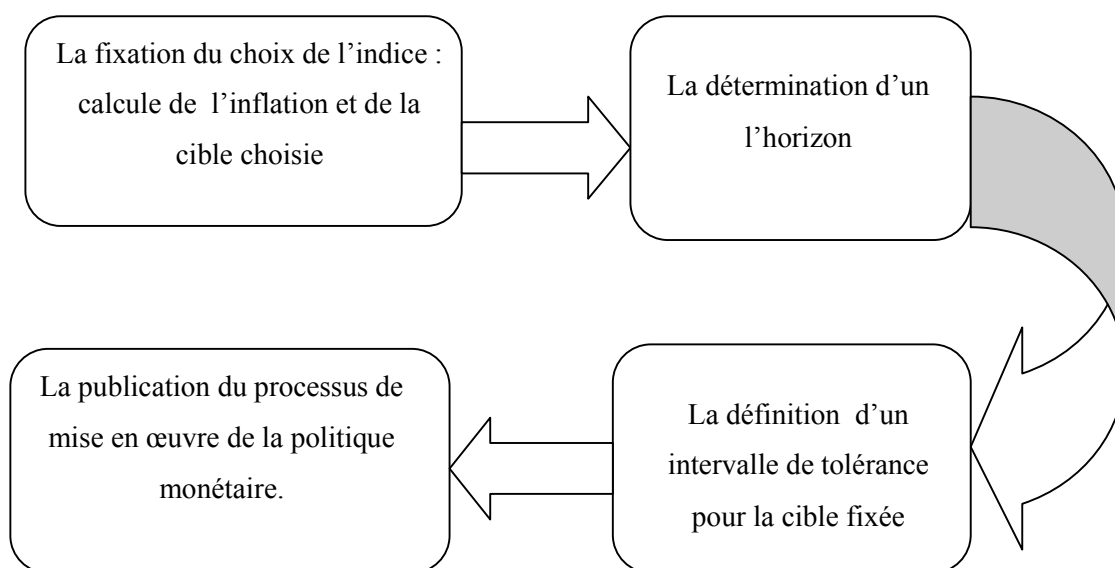
Selon Sayari Z. (2013), la politique de ciblage d'inflation consiste en une annonce explicite qui fixe la cible d'inflation. A cet effet, l'auteur précise l'importance de la détermination d'un certain nombre de choix stratégiques avant d'annoncer cette cible d'inflation. Ces choix peuvent être schématisés Selon la figure suivante :

---

<sup>111</sup> Carré E. (2014) : « Une histoire du ciblage de l'inflation : science des théoriciens ou arts des banquiers centraux ? », *Cahiers d'économie Politique / Papers in Political Economy* 2014/1 (n° 66), p. 128.



Figure 2.2 : Représentation des choix stratégiques en matière de ciblage d'inflation



Dans un premier temps, il s'agit de fixer le choix de l'indice pour calculer l'inflation de manière générale et la cible en particulier. Puis dans un second temps, la détermination du temps nécessaire pour atteindre cette cible prédéterminée. Ensuite, pour atteindre cet objectif de stabilité, il est nécessaire de définir un intervalle de tolérance et une cible à respecter. Enfin, la publication de ce processus et sa mise en œuvre paraissent une nécessité pour garantir la réussite et la transparence de la politique monétaire et la crédibilité de la banque centrale.

Pour sa part, Mishkin (2000) recense plusieurs ingrédients dont la pérennité doit être assurée pour définir un régime de ciblage d'inflation :

- ✓ un engagement institutionnel à faire de la stabilité des prix l'objectif primordial de la politique monétaire, auquel les autres objectifs doivent être subordonnés ;
- ✓ une stratégie de fixation de l'instrument de politique monétaire fondée sur un large ensemble de variables (pas seulement les agrégats monétaires par exemple) ;
- ✓ une responsabilisation accrue dans la poursuite de l'objectif d'inflation ;
- ✓ et une transparence impliquant une vaste politique de communication avec le public.

Du point de vue théorique, comme il a été montré par Friedman et Phelps (1968), un taux d'inflation constamment élevé ne conduit pas à une croissance et à un emploi plus élevés. L'acceptation de ce concept a incité à abandonner la politique monétaire en tant qu'outil de gestion de la demande à court terme, ou d'affiner le réglage, pour se concentrer sur l'objectif à moyen terme de la stabilité des prix, qui est au cœur du ciblage d'inflation<sup>112</sup>. De plus, il est de plus en plus reconnu les avantages d'une inflation faible et stable, en matière de croissance et

<sup>112</sup> Cela ne veut pas dire que la politique monétaire n'affecte pas la production et l'inflation à court terme, mais simplement que son mécanisme de transmission n'est pas parfait pour la gestion de la demande à court terme.

d'emploi. C'est précisément dans ce but que la stabilité des prix est devenue l'objectif principal des banques centrales. D'autre part, la littérature économique insiste de plus en plus sur l'importance des anticipations d'inflation dans la politique monétaire. A cet égard, l'effet des décisions de politique monétaire sur les attentes des agents économiques est devenu un élément important à prendre en compte par les décideurs. Compte tenu de cette évolution du consensus parmi les économistes, que le ciblage d'inflation est considéré comme un moyen efficace d'ancrage des anticipations d'inflation.

#### 2.2.1.2. Pratique et mise en œuvre du ciblage d'inflation

Si le défi pour les travaux académiques est d'en redessiner les contours théoriques, il s'agit, pour les banquiers centraux, de redéfinir le nouveau cadre de leur action, ceci sans attendre l'aboutissement des recherches. La difficulté est de taille et sa solution passe par une coopération renforcée entre économistes et banquiers centraux.

Ainsi, les travaux de Kydland et Prescott (1977), ont montré que les politiques monétaires discrétionnaires engendrent des biais inflationnistes liés aux problèmes d'incohérence temporelle. Depuis, plusieurs études ont montré la supériorité des politiques de règles, qui elles mêmes ont évolué du ciblage des agrégats monétaires (Friedman, 1984) aux politiques de ciblage des variables reflétant l'objectifs de la politique monétaire (Taylor, 1993 et Svensson et Rudebush, 1998). C'est dans ce cadre théorique précis, que la stratégie du ciblage d'inflation est devenue une stratégie de conduite de la politique monétaire ayant pour objectifs explicite le maintien de la stabilité des prix et se fixe une cible pour l'évolution du taux de l'inflation.

À suivre la littérature, l'incohérence temporelle serait le modèle standard des débuts de cette stratégie de politique monétaire. Elle a influencé en interne les chercheurs chargés de la réforme des banques centrales et donne au ciblage d'inflation sa priorité à la stabilité des prix, présentée comme une leçon empirique et historique de la stagflation des années 70. Dans le même temps, après les travaux de Taylor (1993) sur les règles de politique monétaire, le ciblage d'inflation est naturellement été appréhendé comme tels. Ainsi, selon Kuttner (2004) le ciblage d'inflation peut être interprété comme une règle de trois manières différentes. Dans sa forme générale, il peut être décrit comme une règle de politique monétaire – ou fonction de réaction – qui permet de fixer le taux d'intérêt nominal en fonction de l'écart du taux d'inflation courant à sa cible. En pratique, le ciblage d'inflation est dit « flexible » [au sens de Svensson (1997a)] car la fonction de réaction tient aussi compte de l'activité économique. Une définition plus exigeante du ciblage d'inflation requiert que la règle soit optimale, dans le sens où elle fixe le taux d'intérêt

de manière à minimiser une fonction de perte de la banque centrale telle que celle exposée dans le chapitre 1.

Comme le soulignent Clarida et al. (1999), pour que la politique monétaire, lutte efficacement contre l'inflation, elle devrait être prospective et non pas seulement retrospective. Dans cette approche, l'élaboration de la politique monétaire doit s'appuyer sur une règle d'évaluation. Cette règle qui peut être soit implicite, soit explicite, selon qu'elle est définie avec ou sans les variables anticipées, fait référence à la reconnaissance d'une forme fonctionnelle permettant de déterminer le niveau des instruments à un moment donné. La règle proposée est celle de Taylor qui ne néglige pas l'objectif d'activité ou d'emploi (Pollin J. P. 2002) du fait qu'elle prend en compte à la fois l'écart d'inflation et celui de la production. Toutefois, cette règle est caractérisée par le fait qu'elle utilise comme instrument le taux d'intérêt à court terme et comme cible le taux d'inflation. De toutes les règles d'instrument de politique monétaire, cette règle est la plus utilisée. Son objectif principal est de définir une ligne de conduite de la politique monétaire qui décrit le comportement des autorités monétaires.

La formule proposée par Taylor (1993) correspond à une règle qui se veut à la fois une description approximative de la politique réellement suivie par la Réserve Fédérale Américaine entre 1987 et 1992 et une prescription normative sur la base de simulations stochastiques. Selon la « règle de Taylor », le taux d'intérêt à court terme ( $r_t$ ) fixé par la Réserve Fédérale est fonction linéaire du taux d'inflation effectif ( $\pi_t$ ) (sur les quatre derniers trimestres); du ( $\pi^*$ ) l'objectif d'inflation (la cible) et de ( $r^*$ ) le taux d'intérêt d'équilibre ou neutre à court terme (taux pour lequel la politique monétaire ne serait ni trop restrictive ni trop accommodante) et de l'output gap, écart entre produit réel ( $y_t$ ), (log du PIB) et du produit potentiel ( $y^*$ ) ou tendanciel (log du PIB réel diminué d'une tendance linéaire), soit:

$$r_t = r^* + \pi_t + \beta\pi(\pi_t - \pi^*) + \beta y(y_t - y^*) \quad \text{avec } 0 < \beta < 1 \quad (2.1)$$

Pour Taylor, une baisse de l'inflation correspond à une politique monétaire plus ferme. Dans le cas contraire c'est une politique dite souple ou le taux d'intérêt « neutre » se situerait quelque part entre ces deux types de situations. Selon cette règle, l'inflation s'ajuste progressivement à sa cible en provoquant un sur-ajustement du taux nominal au taux d'inflation. Sous l'hypothèse que le taux d'inflation constaté est un bon indicateur de l'inflation future, la règle implique un ajustement du taux d'intérêt réel pour ramener le taux d'inflation vers sa cible. Ainsi, le taux d'intérêt réagit non au niveau du produit réel mais à son écart par rapport au produit potentiel, c'est-à-dire au niveau de l'output gap. Il en découle, de façon au moins

approximative ou implicite, une réponse contracyclique aux chocs de demande et non une réponse aux chocs d'offre sur le PIB potentiel qui n'affecteraient pas l'output gap.

Dans la version proposée par Taylor, les paramètres ( $\beta\pi = \beta y = 0,5$ ), valent exactement la même chose soit 0,5. Comme par ailleurs le taux d'intérêt réel et le niveau de la cible d'inflation sont supposés atteindre 2 %.

Dans le cas où l'objectif de l'inflation est atteint ( $\pi_t - \pi^* = 0$ ) et à supposer que l'écart de production soit égal à zéro ( $y_t - y^* = 0$ ), le taux d'intérêt d'intervention est égal à 4 % c'est-à-dire que ( $r_t = r^* + \pi_t$ ). Dans ce cas l'économie est théoriquement en équilibre.

En s'inspirant de ces travaux, Sachs G. (1996) a aménagé et généralisé cette règle en introduisant les anticipations de l'inflation ( $\pi_t^a$ ) à la place de ( $\pi_t$ ) dans l'équation (2.1) pour obtenir la forme suivante :

$$r_t = r^* + \pi_t^a + \beta\pi (\pi_t^a - \pi^*) + \beta y (y_t - y^*) \quad (2.2)$$

Dans le mesure où la banque centrale ne contrôle ni l'inflation ni l'output sur le court terme, cette formulation offre par ailleurs l'avantage que celle-ci peut influencer l'inflation anticipée par les agents toute en gardant les mêmes valeurs des pondérations de l'écart de l'inflation ainsi que celui de l'output c'est-à-dire 0,5 comme chez Taylor. Toutefois, d'un point de vue opérationnel, la règle de Taylor ne peut être appliquée de façon automatique par les autorités monétaires mais elle peut être utilisée comme un instrument additionnel à prendre en compte dans la matrice des variables de décision de la banque centrale.

Dans le même ordre d'idée, Clarida et al. (1999), ont imaginé une règle prospective du type :

$$i_t = r^n + E(\pi_{t+1}) + [E(y_{t+1}) - y_t] + \pi_t \quad (2.3)$$

Où  $E(\pi_{t+1})$  et  $E(y_{t+1})$  représentent respectivement les prévisions de l'inflation et celle de l'output à la période (t+1) effectuée en (t). Dans ce contexte, la règle de Taylor est considérée comme un cas particulier de cette formule, s'il était possible de calculer  $E(\pi_{t+1})$  à partir de l'inflation courante et passée soit à l'aide d'une combinaison de cette inflation déjà connue et de l'écart de production (Landais B. 2008).

Selon Bernanke et al. (1999), ce modèle d'équation constitue donc la référence des politiques de ciblage d'inflation. Ainsi, les autorités monétaires peuvent améliorer les perspectives de réalisation de leurs objectifs d'inflation en agissant de telle sorte que les

anticipations d'inflation coïncident avec l'objectif d'inflation annoncé antérieurement, une fois que ces autorités croient que les anticipations sont ancrées au taux cible.

Toutefois, dans le but de prendre en compte l'effet des échanges internationaux Ball L. (1998) suggère d'introduire deux modifications dans la formulation précédente. En premier lieu, il conviendrait de prendre en compte une moyenne pondérée du taux d'inflation national et du taux de change. En second lieu, l'inflation à prendre en compte est une «inflation de long terme», une variable qui élimine les effets transitoires des variations de change. Dans le même ordre d'idée Svensson L. (1997a), souligne que le ciblage strict de l'inflation peut amener la banque centrale à stimuler le canal du taux de change plus intensément que le canal du taux d'intérêt. Son argument est que les variations du change impactent plus rapidement, à travers les prix des biens importés, l'indice des prix à la consommation que les variations de taux d'intérêt et permettent ainsi de ramener l'inflation à sa cible. Ainsi, il y'a lieu d'enregistrer une plus grande volatilité du change et une déstabilisation plus marquée de la production.

En guise de conclusion de cette analyse, on signale que la modélisation du ciblage d'inflation en tant que règle a été critiquée, à la fois, par certains praticiens et académiciens. D'une manière générale, les reproches qui ont été adressés à son encontre tiennent au fait que les socles empirique et théorique de cette modélisation reposent très largement sur trois hypothèses précitées de l'existence du biais inflationniste, de l'incohérence temporelle et de l'indépendance des banques centrales. Ces trois hypothèses sont contestées par certaines critiques ponctuelles, mais profondes, qui suffisent pour justifier une révision de la modélisation du ciblage de l'inflation en tant que règle.

La première critique concerne le côté empirique, tout d'abord, elle rejette et conteste l'existence du biais inflationniste Walsh (2003b). Quant à la seconde, a trait au côté théorique est apportée par les travaux sur l'incohérence temporelle reposant sur le postulat que la banque centrale a une incitation à surprendre les agents en créant de l'inflation surprise pour pousser le produit au delà de son niveau naturel. Cette seconde critique n'est pas seulement une remise en cause de la modélisation du ciblage d'inflation comme une règle. Elle s'inscrit aussi et surtout dans un courant plus profond qui reproche à la littérature sur l'incohérence temporelle de nier toute place à une stratégie de communication puisque les annonces de la banque centrale ne sont pas considérées comme crédible Walsh (1999). Enfin, la troisième critique concerne l'indépendance et la transparence des banques centrales. Dans ce sens, Geraats (2002) ajoute que les banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation sont indépendantes donc délivrées des pressions électoralistes et n'ont donc pas d'incitation à créer de l'inflation surprise. Le même

reproche a été fait par des praticiens à l'instar de Blinder (1997) et Vickers (1998). Carpenter (2004), estime pour sa part que, le recours à des modèles où les effets réels de la politique monétaire proviennent de la surprise du public, n'apporte que peu de leçons à tirer pour les praticiens de la littérature économique sur la transparence.

Ces trois critiques ont poussé certains économistes de plaider davantage pour des fondements pragmatiques du ciblage de l'inflation plutôt que pour des fondements théoriques inspirés de la littérature sur l'incohérence temporelle (McCallum, 1998). En effet, dans la pratique, le processus d'élaboration de la décision de politique monétaire (déjà signalé au cours des analyses du chapitre 1) est plus complexe que celui décrit par une règle telle quelle est proposée par les modèles du ciblage d'inflation. De plus, comme le font remarquer Drumetz et al. (2015), la règle initiale formulée par Taylor ne prend pas en compte le caractère prospectif de la politique monétaire. A cela s'ajoute le fait que beaucoup de travaux concluent que les prévisions à un horizon au-delà d'un an pour l'inflation et du trimestre courant pour l'écart de production sont trop incertains pour que leur incorporation dans une règle de Taylor fournisse des indications utiles pour la conduite de la politique monétaire (Taylor et Williams, 2010). Pour Levin et al. (2003), des règles qui prennent en compte une prévision d'inflation à un horizon plus éloigné sont susceptibles de créer de l'indétermination dans les modèles à anticipations rationnelles. Avec une certaine prudence, Drumetz et al. (2015) ne remettent pas en cause ce type de règle mais signalent que le rôle de référence de la règle de Taylor pour l'orientation de la politique monétaire est affaibli en période de taux d'intérêt bas et disparaît quand ils deviennent nuls.

Par ailleurs, on signale comme le rappelle certains auteurs, la majeure partie des discussions théoriques est influencée par la politique de la Réserve Fédérale et ne fait donc pas réellement une distinction entre la stratégie du ciblage d'inflation et les autres stratégies de politique monétaire anti-inflationnistes (Demertzis et Viegli 2009).

De manière générale, on peut dire que ces remarques ne rejettent pas la modélisation du ciblage d'inflation selon une règle de Taylor qui reste un guide fiable pour la politique monétaire. Mais ils plaident pour son enrichissement en mettant davantage l'accent sur les spécificités d'une stratégie de ciblage d'inflation en quittant le cadre théorique de l'incohérence temporelle. Ainsi, la banque centrale n'aurait pas d'incitation à surprendre le public mais au contraire, à rendre sa politique compréhensible et prévisible auprès des agents. Elle pourrait ainsi directement influencer leurs anticipations, en particulier leurs anticipations d'inflation et par ricochet, les résultats macroéconomiques de la politique menée. De plus, à travers sa politique de

transparence elle élimine toute asymétrie d'informations entre elle et le public. Ainsi, elle limite l'incertitude sur les actions futures de la politique monétaire et assure un meilleur contrôle de l'économie.

En dehors de quelques critiques formulées à son égard par Ball L. et Sheridan N. (2003), cette règle a prouvée son efficacité. Cette efficacité tient à deux faits : elle est aisément comprise par le public et elle n'exige pas l'existence d'une relation stable entre la monnaie et l'inflation.

Quant au lien entre le ciblage d'inflation et transparence, de manière plus détaillée, Geraats (2002) montre que l'annonce de la cible renforce la transparence politique de la banque centrale, à travers une clarification de ses objectifs et des incitations induites par l'arrangement institutionnel mis en œuvre. A travers cette formulation du ciblage d'inflation, la transparence est traitée sur la base des préférences des autorités monétaires. Dans ce sens, Cukierman et Meltzer (1986) ont montré comment la transparence permet de réduire le biais inflationniste mais en contre partie d'une limitation de la flexibilité de la banque centrale face aux chocs. Ainsi, on retrouve les origines de l'analyse de l'arbitrage entre crédibilité et flexibilité (ou responsabilisation et stabilisation). Cette prise en compte de la limitation de la flexibilité de la banque centrale nécessite la détermination d'une cible appropriée corrigée du biais inflationniste, ce qui suppose que le ciblage d'inflation élimine ce biais sans pour autant limiter la réponse stabilisatrice au choc d'offre (Svensson, 1997*b*). Ce dispositif est préconisé par Walsh (1995), qui le considère comme un contrat linéaire optimal par lequel la banque centrale reçoit un transfert qui l'incite à délivrer le taux d'inflation optimal à chaque période.

Les travaux de Walsh (1999), ont ensuite confirmé l'intérêt de l'annonce de la cible par la banque elle-même pour éliminer le biais inflationniste, sans déformer sa réponse aux chocs. Ainsi, cette annonce contraint la politique discrétionnaire de la banque centrale : si elle est tentée d'annoncer une cible faible pour créer de l'inflation surprise, elle perd alors de sa crédibilité auprès des agents lorsqu'ils constatent que le taux d'inflation effectif est plus élevé qu'annoncé. Cette disposition semble plus facile à mettre en œuvre que l'élaboration d'un contrat ou d'une cible optimale.

Pour Mishkin (2000), le ciblage d'inflation exige bien davantage que la seule annonce de la cible. Quant à la notion de transparence induite par ce régime, elle doit aussi être entendue comme une transparence économique, i.e. la fourniture d'informations économiques utiles pour limiter l'asymétrie d'informations entre les agents et la banque centrale (Geraats, 2002).

En tout état de cause, un degré de crédibilité élevé permet aux autorités monétaires de porter un jugement plus précis sur la capacité de l'économie à produire des biens et services; de créer des emplois sans provoquer automatiquement de nouvelles craintes d'inflation et d'accélérer la transition vers le taux d'inflation ciblé, parce que les agents vont donner plus de poids à ce taux dans la fixation des salaires et les prix (Perrier et Amano, 2000). Au final, on signale que le lien qui s'établit entre le degré d'indépendance des banques centrales et le niveau moyen de l'inflation, a fait l'objet de nombreux travaux empiriques. A cet égard, la représentation de Schaling (1995), regroupe les travaux les plus connus sur la question. En effet, l'auteur constate une grande similitude de résultats entre les pays étudiés, en concluant que plus le degré d'indépendance est élevé plus l'inflation moyenne est faible.

### 2.2.1.3. Le cadre institutionnel et prérequis à l'adoption du ciblage d'inflation

En effet, si les fondements institutionnels entre les économies des pays sont différents, les variables et les indicateurs économiques touchés par les prérequis de cette stratégie de politique monétaire sont les mêmes et ils peuvent être utilisés pour clarifier l'analyse de la performance économique.

D'une manière générale, la stratégie du ciblage d'inflation, telle qu'elle a été adoptée par les banques centrales a nécessité un changement du cadre législatif qui régit le mode décisionnel, en matière de politique monétaire, au sein de celles-ci d'une part. Ainsi, elle les a mis dans l'obligation de disposer de certaines structures institutionnelles dont la présence est nécessaire pour réussir l'objectif de cette nouvelle stratégie d'autre part. Au final, elles devaient satisfaire un certain nombre de prérequis afin de faciliter l'entrée en vigueur de cette stratégie. Pour Batini et Laxton (2007) quatre grandes catégories de conditions sont préalables à l'adoption d'un ciblage d'inflation performant: (a) indépendance institutionnelle de la banque centrale, (b) infrastructure de banque centrale bien développée, (c) structure économique développée, et (d) un système financier sain.

Dans le but de réussir l'adoption de la stratégie du ciblage d'inflation, la littérature économique évoque la nécessité de l'existence de deux piliers: le premier est d'ordre institutionnel et permet à la banque centrale d'être indépendante, transparente et responsable. Quant au second est d'ordre technique et concerne la capacité de la banque centrale à relever le défi de faire une analyse correcte de la situation actuelle et de régler les instruments dont elle dispose pour ramener les prévisions de l'inflation à un taux proche de la cible. Le respect stricte de ces conditions aurait limité, au départ, l'adoption du ciblage d'inflation à quelques pays



développés. Cependant, à la fin des années 90, on comptait plus de pays émergents et en développement que de pays développés qui avaient adopté cette stratégie de politique monétaire. Cela suppose que les pays pourraient bien commencer à cibler l'inflation avant de satisfaire à toutes les conditions théoriques préalables.

Pour le cadre institutionnel, théoriquement, la contre partie de la responsabilité du gouverneur de la banque centrale se traduit par sa pénalisation ou sa récompense selon ses performances en matière de respect de la valeur cible. Ainsi le ciblage d'inflation réduirait le biais inflationniste par une structure d'incitation contractuelle crédible fondée sur une règle de démission optimale (Walsh, 1995). D'autre part, le cadre institutionnel développe un contrat contingent remplaçant la règle fixe et inconditionnelle des monétaristes en intégrant l'arbitrage inflation/production ou le dilemme crédibilité/flexibilité du ciblage de l'inflation en cas de choc d'offre. A cet égard, le contrat proposerait une solution plus optimale du biais inflationniste que la règle ou l'indépendance tout en conservant les hypothèses de la monnaie comme instrument.

Toutefois, l'existence d'un engagement institutionnel oblige à la banque centrale de considérer la stabilité des prix comme son principal objectif, d'une part et implique l'existence d'un support législatif qui assure son indépendance, d'autre part. La charte de cette indépendance est basée sur deux axes : (i) isoler suffisamment le comité de décision de la banque centrale des autorités politiques<sup>113</sup> et (ii) donner à la banque centrale la liberté de contrôle des instruments de la politique monétaire et que les considérations de politique budgétaire ne peuvent dicter cette politique monétaire.

Après la satisfaction de ces deux exigences de base, une banque centrale peut, en théorie, mener une politique monétaire axée sur le ciblage d'inflation. En pratique, les autorités monétaires peuvent également prendre certaines mesures préliminaires:

- ✓ Établissez des objectifs quantitatifs explicites en matière d'inflation pour une période spécifique.
- ✓ Indiquer clairement et sans ambiguïté au public que la réalisation de l'objectif d'inflation prime sur tous les autres objectifs de la politique monétaire.
- ✓ Définissez un modèle ou une méthodologie de prévision de l'inflation utilisant un certain nombre d'indicateurs contenant des informations sur l'inflation future.

---

<sup>113</sup> C'est-à-dire que la banque centrale a la possibilité de pratiquer une politique monétaire avec un certain degré d'indépendance.

- ✓ Concevoir une procédure opérationnelle prospective permettant d'ajuster les instruments de politique monétaire (conformément à l'évaluation de l'inflation future) pour atteindre l'objectif choisi.

Quant aux conditions qui permettent à la stratégie du ciblage d'inflation d'assurer un bon ancrage nominal d'une économie, généralement la littérature cite les conditions suivantes :

- ✓ la transparence et l'indépendance des banques centrales ;
- ✓ la bonne situation des finances publiques du pays ;
- ✓ la solidité et la surveillance du système bancaire.

Pour asseoir sa crédibilité, la banque centrale cherche à ancrer les anticipations d'inflation à court-moyen terme et à limiter l'incertitude sur l'évolution à long terme du niveau général des prix (Bordes C. et Clerc L. 2004). Cette stratégie de politique monétaire pourrait avoir plus d'efficacité si elle s'appuie sur un modèle plus adéquat à la réalité et si le message de la banque centrale est plus transparent. Le lien qui s'établit entre le degré d'indépendance des banques centrales et le niveau moyen de l'inflation, a fait l'objet de travaux empirique. La représentation de Schaling (1995), regroupe les travaux les plus connus sur la question. A cet égard, l'auteur constate une grande similitude de résultats entre les pays étudiés, en concluant que plus le degré d'indépendance est élevé plus l'inflation moyenne est faible.

Au final, les attributs clés du ciblage de l'inflation peuvent être résumés par les quatre points suivants : indépendance politique, une cible explicite de l'inflation, transparence et responsabilité (Kamber et al. 2015 ; Walsh 2015)

Selon Gosselin M. A. (2008), les banques centrales qui s'interrogent sur le choix d'un régime de ciblage d'inflation gagneraient à mieux comprendre les déterminants des écarts des taux de l'inflation par rapport au taux visé. Ainsi, les pays déjà dotés de cibles pourraient améliorer les caractéristiques de leur cadre de conduite de la politique monétaire en s'inspirant de l'expérience de banques centrales qui enregistrent de bons résultats en pareil régime. A cet égard, cette même expérience a servi aux économistes de tirer quelques enseignements pour mettre en relief les avantages et les inconvénients de cette stratégie.

### 2.2.2. Le ciblage d'inflation : avantages et inconvénients

De nombreux débats sur les avantages de la stratégie du ciblage d'inflation ont marqué les analyses de la littérature économique des dernières années, mais moins de travaux ont émis des réserves qui concernent en grande partie des inquiétudes quant au manque de flexibilité qui

pourrait résulter du ciblage de l'inflation, en particulier dans les situations où le maintien d'un contrôle strict de l'inflation pourrait nuire à l'économie. D'autre part, certains travaux critiques signalent qu'il est peut-être un peu trop tôt pour évaluer pleinement la performance relative des pays pratiquant le ciblage d'inflation et que le bilan du ciblage d'inflation est plutôt court par rapport aux autres régimes monétaires et que celui-ci a été traversé par une crise économique d'une grande ampleur et qu'ils n'ont pas encore assez de recul pour vérifier que le respect d'un objectif d'inflation serait préjudiciable à la performance économique.

En plus des avantages qui ont été cités tout au long des analyses menées au cours de cette section, de nombreuses études dont celles de Friedman et Kuttner (1996) et Batini et Laxton (2006) ont montré que les avantages de ce régime monétaire sont beaucoup plus nombreux que les inconvénients surtout dans le cas des pays industrialisés, là où la structure financière en place permet la réussite de cette stratégie.

Toutefois, une synthèse de la littérature économique qui a traitée ces aspects, nous a permis de résumer les avantages de la stratégie du ciblage d'inflation dans les points suivants :

- ✓ Elle permet à la politique monétaire d'être centrée sur les problèmes économiques nationaux ;
- ✓ Sa réussite ne dépend pas de l'existence d'une relation stable entre la monnaie et l'inflation ;
- ✓ Elle est facilement comprise par le public et très transparente ;
- ✓ Elle accroît la responsabilité de la banque centrale ;
- ✓ Elle améliore la résistance de l'économie à des chocs inflationnistes.

Par ailleurs, malgré ses avantages, cette stratégie a présenté quelques inconvénients surtout après les événements qui ont suivi la crise de 2007-2009 et leurs effets sur l'économie mondiale. A cet effet, les banques centrales ont été obligées de maintenir les taux d'intérêt directeurs à un niveau faible tant que l'économie n'est pas sortie de la crise. Toutefois, l'essentiel des critiques concernent la rigidité de la règle<sup>114</sup> suivie par les autorités dans le cadre de l'élaboration et la conduite de la stratégie du ciblage d'inflation (Friedman et Kuttner, 1996). Pour d'autres, ils évoquent le fait que les instruments financiers, comme le taux d'intérêt ou le taux de change, utilisés pour sa réalisation sont coûteux, surtout pour les économies des pays émergents et en développement. Une des principales contraintes à l'introduction du ciblage d'inflation à laquelle les autorités monétaires devront faire face est de comparer les coûts d'exécution aux performances prévues suite à l'adoption de cette stratégie [Sayari Z. (2013)].

---

<sup>114</sup> Ce point a été largement discuté au cours du paragraphe 2.2.1.2 de cette section 2.

D'autre part, dans le but de faciliter l'entrée en vigueur de la stratégie du ciblage d'inflation, l'économie est souvent amenée à : disposer de certaines structures institutionnelles dont la présence est nécessaire pour réussir l'objectif de cette nouvelle stratégie, d'une part et probablement à une perte du niveau de production appelée «production sacrifiée» afin de faciliter l'entrée en vigueur de la nouvelle stratégie d'autre part.

Une sérieuse critique, et non la moindre, concerne l'atout principale de cette stratégie est venue de Rich (2000), Geneberg (2001) et Kumhof (2002). Les auteurs considèrent que la stratégie de ciblage d'inflation est incapable d'ancrer les anticipations d'inflation à cause de sa forte discrétion. Pour sa part, Frankel J. (2012), considère que les partisans du ciblage d'inflation présentent un rattachement avec les thèses monétaristes qui considèrent que l'inflation est avant tout un phénomène monétaire: l'accélération des hausses de prix serait engendrée par un excès d'offre de monnaie. Pourtant, base monétaire et niveau général des prix ne connaissent pas forcément les mêmes variations et l'inflation n'est pas nécessairement monétaire. D'autre part, Stiglitz J. (2008), signale que malgré la forte volatilité des prix énergétiques, la mondialisation fut ces dernières décennies une puissante source de stabilisation des prix. Ainsi, l'intégration d'économies à faibles coûts de production au commerce international a peut-être davantage permis de maîtriser la dynamique de l'inflation que l'action des banques centrales; elle a également participé à déconnecter davantage l'évolution du niveau des prix de celle de la masse monétaire.

Pour certains, la crise financière de 2007 et ses répercussions sur l'économie réelle ont balayé la pertinence de la thèse, retenue par les universitaires et les autorités monétaires, qui stipule que le contrôle de l'inflation stabilise l'emploi et l'activité économique. D'autre part, Svensson (1999) souligne que le ciblage strict de l'inflation peut amener la banque centrale à stimuler le canal du taux de change plus intensément que celui du taux d'intérêt. Dans le même ordre d'idée, Giavazzi et Giovannini (2010) soulignent que le ciblage strict de l'inflation risque de confiner l'économie dans une « trappe à faibles taux d'intérêt ». Ainsi, de faibles taux d'intérêt incitent les agents financiers à adopter des prises de risques excessives, ce qui accroît le risque d'instabilité financière. La dernière crise financière a mis en exergue la façon par laquelle les déséquilibres financiers se transmettent à la sphère réelle. A cet égard, certains économistes commencent à se demander sur l'éventualité d'incorporer un objectif de stabilité financière dans la stratégie des banques centrales ou de suivre une politique monétaire reflétant les coûts sociaux

à l'exemple du ciblage du niveau nominal du PIB<sup>115</sup> ou simplement fixer, à la politique monétaire, un objectif en lien avec l'activité réelle, comme le taux de chômage. Seul l'avenir est capable de nous renseigner sur la pertinence de ce type de propositions.

Dans le même ordre d'idée, Summers L. (2014), signale que la stratégie du ciblage d'inflation, telle qu'elle a été adoptée par les banques centrales, n'a pas empêché les pays qui l'ont adopté (développés ou émergents) de connaître une contraction de leur activité après la crise de 2007 et que les coûts associés à la récession ont été amplifiés par le fait que les taux d'intérêt nominaux aient été contraints par leur borne inférieure zéro (*zero lower bound*). Pour remédier à cette situation, les grandes banques centrales ont poussé leurs taux d'intérêt jusqu'à ce qu'ils deviennent négatifs pour que l'écart de production (*output gap*) se referme et pour que l'économie revienne à son plein emploi. Comme les taux d'intérêt nominaux peuvent difficilement baisser en deçà de zéro, la politique monétaire en devient excessivement restrictive: au lieu d'atténuer le choc déflationniste et le chômage, elle les amplifie (Summers, L., 2014).

A cet égard, Kryvtsov et Mendes, (2015) signalent que plusieurs études ont cherché à déterminer si l'existence de la borne inférieure zéro nécessite à ce que les banques centrales relèvent leur cible d'inflation. Ainsi, que le relève Reifschneider D. et Williams, J. (2000), qui supposent que si le taux d'intérêt naturel soit de 2,5 % et que la cible d'inflation soit de 2 %, la politique monétaire ne sera contrainte à la borne inférieure zéro que 5 % du temps et que ces épisodes de trappe à liquidité ne durent pas plus d'une année. Dans le même sens, Coibion, O. et al. (2012) constatent, que la prise en compte de la borne inférieure zéro élève le taux d'inflation optimal de zéro à 1,5 %. Par conséquent, leurs résultats ne justifient pas une cible supérieure à 2%.

Dans une revue de la littérature sur l'optimalité de la cible d'inflation, Kryvtsov O. et Mendes R. (2015), signalent que les événements et les travaux de ces dernières années ont mis davantage en évidence les dangers associés à la trappe à la liquidité et les difficultés pour l'économie d'en sortir : les coûts du ciblage d'une inflation de 2 % sont beaucoup plus élevés que ce que l'on pensait auparavant. Malgré le déploiement de mesures non conventionnelles de politique monétaire, les banques centrales des principaux pays développés ont dû maintenir leurs taux d'intérêt durablement au plus proche de zéro, sans pour autant parvenir à ramener leur taux d'inflation aux alentours de 2 %, à refermer l'écart de production et à ramener l'économie au plein emploi.

---

<sup>115</sup> Défendu notamment par une école de pensée qualifiée de « monétarisme de marché » (*market monetarism*), dont les fondements théoriques puisent dans les réflexions de Fisher, Hawtrey et surtout Friedman.

La faiblesse persistante de la demande globale et surtout durant la période de la baisse des prix du pétrole, a continué d'exercer des pressions à la baisse sur les taux d'inflation, au point que de nombreuses économies avancées ont basculé en déflation ou sont proches d'y basculer. Comme le signale Summers, L., (2014), les analyses, notamment celles menées par les banques centrales, suggèrent que les taux d'intérêt sont susceptibles d'être à l'avenir en moyenne inférieurs à ceux observés lors des deux dernières décennies. D'autre part, l'auteur ajoute que la probabilité pour que les taux d'intérêt soient contraints par leur borne inférieure zéro est encore plus élevée que par le passé.

Cependant, la dernière crise financière a conduit des économistes à repenser et suggérer un relèvement de la cible de l'inflation à un niveau supérieure à 2 %. A cet égard, Blanchard et al. (2010) et Ball L. (2013), ont suggéré que les banques centrales ciblent plutôt une inflation de 4 %. De plus, ils soulignent que les coûts macroéconomiques associés à une inflation de 4 % ne sont très certainement pas significativement plus élevés que ceux associés à une inflation de 2 %. Selon les auteurs, cette suggestion réduit la fréquence des épisodes de trappe à la liquidité.

Toutefois, selon d'autres économistes cette proposition est controversée. Notamment, Bernanke (2010), met en évidence que le relèvement de la cible peut entraîner une déstabilisation des anticipations d'inflation et un accroissement des primes de risque d'inflation sur les marchés financiers. Une telle approche, implique que la banque centrale devrait réagir plus agressivement aux déviations de l'inflation par rapport à la cible. Selon Ascari et Sbordone (2014), ce dernier inconvénient peut toutefois être atténué si la banque centrale s'engage à maintenir les taux d'intérêt directeurs à un niveau faible tant que l'économie n'est pas sortie de la crise (*forward guidance*). Ainsi, cet engagement peut contribuer à augmenter les anticipations d'inflation, donc à réduire le taux d'intérêt réel, sans nécessiter une hausse permanente du taux d'inflation anticipé. Ces conclusions, mettent à l'évidence que le relèvement de la cible de l'inflation n'est pas un bon moyen qui permet de réduire efficacement les coûts liés aux épisodes de borne inférieure zéro (*zero lower bound*).

Etudiant les facteurs non monétaires expliquant l'inflation et sa dynamique, Aglietta et al. (2009) évoquent des facteurs structurels totalement indépendants du cadre de gouvernance et de l'action des banques centrales, principalement par la globalisation. Ils trouvent notamment que la pression à la baisse exercée par l'offre de biens produits dans les économies émergentes assurerait à elle seule la stabilité des prix et que la faiblesse des taux d'inflation observée partout dans le monde depuis les années quatre-vingt-dix ne serait pas à porter au crédit des banques

centrales et celles-ci devraient donc revoir complètement la logique de leur action et la réorienter vers d'autres objectifs (en particulier la stabilité financière).

D'une manière générale, on peut résumer l'essentiel de ces critiques dans les points suivants :

- ✓ Retards dans la transmission des signaux, rigidité excessive, risque d'amplification des fluctuations de la production et d'un ralentissement de la croissance économique
- ✓ Il n'est pas facile pour les autorités monétaires de contrôler l'inflation, si bien que la cible d'inflation peut tarder à envoyer des signaux au public et au marché ;
- ✓ Elle pourrait imposer l'adoption d'une règle rigide aux autorités de politique monétaire, même si cela n'a pas été le cas en pratique ;
- ✓ L'importance accordée à la lutte contre l'inflation pourrait se traduire par des fluctuations plus importantes de la production même si, là encore, cette crainte ne s'est pas concrétisée.

Cependant, il nous a paru essentiel que, pour tirer certaines conclusions et enseignements sur l'efficacité de la stratégie du ciblage de l'inflation, de nous focalisons l'exposé de certaines études empiriques qui ont été réalisées pour s'avoir comment elle a été pratiquée pour ensuite évaluer sa performance économique plutôt que de s'intéresser à sa théorie.

Suite à nos analyses de la revue de littérature économique du ciblage d'inflation et sa règle de conduite, nous proposons dans la section 3 de s'arrêter sur les enseignements et les performances économiques de celui-ci.

## Section 3 : Effets macroéconomiques du ciblage d'inflation: Un état des lieux

### Introduction

Les deux résultats macroéconomiques les plus connus de la pratique du ciblage d'inflation sont : que celui-ci est corrélé négativement au niveau moyen de l'inflation et à sa volatilité et ne semble pas affecter la croissance économique moyenne ni sa volatilité. Ces deux résultats fournissent des indicateurs très précieux de la performance de cette stratégie. Avant de détailler ces effets, il nous paraît intéressant de savoir qu'est ce qu'on entend par performance dans le cadre de l'évaluation des actes d'une banque centrale.

Du fait que, la performance constitue une préoccupation majeure des individus, des groupes et des entreprises, il est difficile de l'appréhender. Selon Demeestère (2002)<sup>116</sup>, toute organisation vise à être performante. Cela signifie qu'elle s'attache à remplir sa mission, et qu'elle le fait en gérant au mieux ses ressources. Cependant, si la majorité des auteurs s'accordent sur l'importance du concept de la performance dans l'étude des entreprises et des organisations, il existe une multitude de perception de ce concept. La plus répandue étant la vision économique qui ne représente, selon De La Villarmois (1998), qu'une vision singulière et incomplète de la performance.

Dans le but de dépasser ces difficultés, dans notre travail, nous traiterons la performance des banques centrales entant que résultat positif qui apparaît à un moment donné dans le temps. Ainsi, nous la considérons comme le résultat de la mise en acte d'une politique monétaire qui essaye de mobiliser toutes les compétences et les potentialités de l'économie du pays dans le but de représenter sa réussite en matière d'amélioration du bien-être de la société tout en maîtrisant la stabilité des prix et en assurant la croissance économique et celle de l'emploi. A cet effet, dire qu'une politique monétaire est économiquement performante si elle offre d'une part un environnement stable<sup>117</sup> pour sa mise en œuvre et si elle permet, d'autre part, une stabilité de certaines variables macroéconomiques.

Selon la définition de Hollnagel et al. (2006), appliquée au cas d'une banque centrale, la performance traduit sa capacité à se réorganiser pour s'adapter aux changements et à revenir à un état stable. Ainsi, elle traduit la liaison entre les résultats obtenus et les objectifs fixés par la

---

<sup>116</sup> Demeestère R. (2002) : « Le contrôle de gestion dans le secteur public », LGDJ, EJA.

<sup>117</sup> Dans ce sens pour Sayari (2013), l'environnement d'une politique monétaire est stable s'il se traduit par une bonne performance macroéconomique. Dans notre étude, nous considérons qu'un environnement est dit stable si les variables convergent vers un équilibre de long terme.



banque centrale d'une part (l'objectif fixé en matière de l'inflation est-il atteint<sup>118</sup>?). Et traduit l'articulation entre les moyens alloués par celle-ci et les objectifs qu'elle s'est fixés d'autre part (les moyens mis en œuvre s'accordent-ils aux objectifs de la banque centrale ?). De ce fait, notre approche s'inscrit dans une représentation de la performance économique et financière qui est la vision traditionnelle de la performance et correspond à l'objectif de maximisation de la rentabilité économique et financière de tous les destinataires concernés par la politique monétaire et les actions de la banque centrale.

Cependant, il est intéressant de signaler que depuis l'élargissement de la pratique du ciblage d'inflation à de nombreux pays, de nombreux travaux empiriques évaluant l'efficacité de cette stratégie sont de plus en plus menés. En grande partie, la littérature concernant le débat sur la performance du ciblage d'inflation a traité la performance économique de ce régime et que, sous cet angle, ce sujet est devenu fortement abordé. Quant aux performances des banques centrales en matière de ciblage d'inflation ont été réalisées à travers des études empiriques en les comparant avec celle qui ne le pratiquent pas. Globalement, l'ensemble des différents travaux cherchent à définir l'impact de cette stratégie monétaire sur certaines variables macroéconomiques tels que l'indice des prix à la consommation, la production, le taux de chômage ou encore le taux d'intérêt. En effet, beaucoup d'économistes ont essayé de démontrer, si l'inflation affecte l'interaction dynamique de ces variables ou non. Le but de ces études est de vérifier si ces variables affichent de bons signes après le passage à la stratégie du ciblage d'inflation ou non. C'est dans ce cadre très précis, que seront menées nos analyses dans cette section et dans celles de notre étude empirique présentée au cours du chapitre 3.

Par ailleurs, nous tenons à préciser que, dans le cadre de ce travail, notre analyse se limitera à un ensemble d'indicateurs agissant simultanément sur la conjoncture économique et sur l'environnement monétaire. Ainsi, notre analyse s'articule, particulièrement, autour de l'impact du ciblage d'inflation sur certaines variables macroéconomiques : la volatilité et la persistance de l'inflation et le produit intérieur brut (PIB). Quant à l'apport de notre travail consistera à montrer la performance des banques centrales pratiquant le ciblage de l'inflation, en matière, de maîtrise de l'inflation et d'atteinte de leurs cibles. Au départ, nous présenterons les travaux menés dans le domaine et ensuite on essaie de montrer la performance surtout macroéconomiques de certains pays avant et après le passage au ciblage de l'inflation tout en exposant certains travaux (3.1). Quant à la performance du ciblage de l'inflation en matière de

---

<sup>118</sup> Selon la définition de Lorino (2003) « *est performant, tout ce qui, et seulement ce qui, contribue à atteindre les objectifs* ».

stabilité financière, elle sera traitée dans le cadre des analyses de la sous section (3.2). Enfin, nous concluons cette section par l'analyse des tendances de l'évolution des politiques monétaires des pays cibles de l'inflation (3.3).

Par conséquent, en signale dès le départ, que malgré la convergence de la littérature vers un succès de cette stratégie monétaire, quelques critiques et avis ont marqué la période d'après la crise de 2007.

### 3.1. Efficacité macroéconomique du ciblage d'inflation

L'immense majorité de la littérature traitant la performance de la politique monétaire repose en grande partie sur la capacité de la banque centrale à influencer voire piloter les anticipations [par exemple : Woodford (2003a) ; (2005a) ; Bernanke (2004b)], autrement dit sur la crédibilité et la transparence de la politique monétaire. En effet, la plupart des travaux empiriques, sur la conduite de la politique monétaire, arrivent à la conclusion qu'une plus grande transparence renforce l'efficacité de la politique monétaire de plusieurs façons: les signaux de la politique monétaire d'une banque centrale crédible seront facilement compris et acceptés par les acteurs du marché et du grand public, ce qui entraîne une transmission monétaire plus efficace et un faible coût de désinflation. A cela s'ajoute l'ancrage des anticipations inflationnistes en croyant à l'engagement de la banque centrale à maintenir une inflation faible, en plus un degré élevé de crédibilité aidera aussi à garder l'inflation près de la cible lorsque des événements imprévus viennent perturber le comportement des prix, (Watanagase, 2005).

Pour sa part, Svensson (1997), souligne que le ciblage strict de l'inflation peut amener la banque centrale à stimuler le canal du taux de change plus intensément que celui du taux d'intérêt (chapitre 1). A cet égard, Drumetz et al. (2015), font remarqué que la variation du change (i) via les prix des biens importés, influencent plus rapidement l'indice des prix à la consommation que les variations du taux d'intérêt, et (ii) permettent ainsi de ramener l'inflation à sa cible.

Au départ, le passage à la stratégie du ciblage d'inflation a nécessité l'étude de quelques exemples qui ont permis aux spécialistes d'identifier les mesures institutionnelles et économiques exigées pour sa réussite. Ainsi, au début la littérature économique cite les exemples des premiers pays à avoir opté pour, ce qui était connue à l'époque sous l'appellation, de nouvelle stratégie monétaire à savoir : la Nouvelle-Zélande, le Chili et le Canada. De cette même littérature, se dégagent deux approches, l'une mesure son impact sur la production et l'autre

s'intéresse à son effet sur les principales variables macroéconomiques de l'économie [voir par exemple Geraats (2002, 2009), Eijffinger et van der Crujisen (2007), Blinder *et al.* (2008)].

Pour les tenants de la première approche, toute adoption d'un régime monétaire qui se traduit par une hausse significative de la production est considéré comme économiquement performante. Par contre, pour ceux de la deuxième approche, une mesure du niveau de performance, nécessite une analyse de son effet sur les principales variables macroéconomiques. Ainsi, la présence d'un effet stabilisateur sur quelques indicateurs, traduit la performance économique de ce régime. Toutefois, il faut préciser que les travaux dans le domaine signalent la difficulté de trancher d'une manière subjective quant aux effets sur les principales variables macroéconomiques. A cet effet, ils signalent que, même si cette stratégie monétaire permet une stabilité de quelques variables ou indicateurs macroéconomiques, il est difficile d'envisager un impact sur la croissance<sup>119</sup>.

Quant aux travaux de la première génération, ils signalent que la performance de la stratégie du ciblage d'inflation exige l'existence d'un cadre structurel, une indépendance et un équilibre des systèmes financiers et monétaires (Caporale et McKiernan (1996) et Canton (1996). Par ailleurs, on signale que la plupart des pays qui ont adopté ce régime monétaire ont amélioré progressivement ces pré-requis après la date de leur passage.

Quant à l'approche de la nouvelle théorie de la croissance économique [Fisher (1991, 1993), Ho W. M. (1996) et Andres et Hernando (1997)]<sup>120</sup>, les banques centrales devraient prendre en compte, lors de l'élaboration de leurs stratégies de politiques monétaires, la stabilité de l'inflation a cause de ses conséquences sur la dégradation du capital car elle va, par la suite, impacter la croissance économique (Ho W. M. 1996). L'auteur illustre cet impact par l'étude des encaisses monétaires et du niveau de capital désiré qui varient souvent dans le même sens notamment à la baisse. Enfin, cette nouvelle approche explique l'effet de l'instabilité du régime monétaire sur la croissance économique et conclue que cet effet se traduit par une performance stable de la conjoncture économique.

Cependant, pour beaucoup de travaux de cette approche, il est important de stabiliser le système monétaire pour garantir une croissance soutenable sur le long terme. Toutefois, ces travaux ont essayé de tester l'existence d'une relation entre l'incertitude de l'environnement de la politique monétaire et la performance économique. A cet effet, Croux et al. (2001) ont étudié

---

<sup>119</sup> Nous approfondirons ces aspects lors des analyses du troisième chapitre de notre travail.

<sup>120</sup> Pour ne citer que certains précurseurs qui ont fortement soutenu cette nouvelle approche.

la notion de cohésion afin de déterminer si l'évolution simultanée du taux d'intérêt, avec celle du taux d'inflation et du PIB peuvent affecter la performance économique d'un pays.

De manière générale, il semble que les différentes analyses théoriques et empiriques, traitant la question de la performance économique, s'accordent à conclure que trois indicateurs importants ont fortement baissé pendant la période post ciblage d'inflation à savoir : le taux d'intérêt, le niveau de l'inflation et sa volatilité (Vega et Winkelried (2005). De sa part, Hyvonen (2004) a constaté que l'adoption du ciblage d'inflation avait au moins, en partie, contribué à la convergence de l'inflation dans les années 90. De plus, ces analyses signalent que la volatilité de l'output a également montré des signes de baisse. Globalement, ces analyses ont abouti à des effets significatifs et positifs de l'adoption du ciblage d'inflation. Dans le même ordre d'idées, Schmidt-Hebbel et Mishkin (2007) et Brito et Bystedt (2010) constatent que l'effet du ciblage d'inflation sur la performance économique est parfois ambigu. Mais ils confirment que ce régime a aidé à améliorer la situation économique du pays qui l'a adopté.

Pour Posen et Mishkin (1998), la stratégie du ciblage d'inflation a une importance dans la réduction du niveau de la volatilité de l'inflation. De même, elle a permis de baisser la volatilité de l'output dans les pays pratiquant cette stratégie. Ainsi, elle a permis de mieux gérer la dynamique de l'inflation (Sayari Z. 2013). L'étude de Roger et Stone (2005) confirme bien cette idée. Les auteurs ont fini par montrer l'existence d'une relation directe entre cette stratégie de politique monétaire et l'amélioration de la conjoncture économique.

D'un point de vue positif, l'immense majorité de la littérature sur la contribution de la stratégie du ciblage d'inflation à la performance économique, considère que la réduction de la volatilité de l'inflation est due principalement à la réussite de la politique monétaire à contenir les anticipations d'inflation [Orphanides et Williams (2003) ; Levin et al. (2004); Cogley et Sargent, (2005)]. Quant à la diminution de la volatilité macroéconomique (exprimée en termes de production, consommation, investissement etc.), Bernanke (2004), avance les arguments suivants:

- les changements structurels dans plusieurs domaines (institutions économiques, la technologie, les pratiques commerciales, etc.) ont augmenté la performance et la capacité de l'économie à amortir les chocs ;
- de bonnes politiques monétaires ;
- la diminution de la fréquence et l'amplitude des chocs ayant affecté les économies.

A cet égard, Roger et Stone (2005) ; Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007), remarquent que le ciblage d'inflation a eu pour conséquence la réduction du niveau et de la volatilité de l'inflation en comparaison avec la période pré adoption et que la volatilité de la croissance est inchangée voir s'atténue. Les auteurs relèvent, aussi, que l'adoption du ciblage d'inflation permet la stabilisation de l'inflation à long terme à de faibles niveaux et une amélioration de l'efficacité de la politique monétaire.

En conséquence, pour Justiniano et Primiceri (2008), Liu et al. (2011) et Avouyis-Dovi et Sahuc (2014), c'est les modifications des chocs structurels qui expliquent la réduction de la volatilité macroéconomique aux Etats-Unis et en Zone euro. Cependant, cette explication est contestée par Weber (2011), qui avance une autre en stipulant que la réduction de la variabilité cyclique de l'économie américaine, entamée dès le début des années 80, s'expliquerait essentiellement par la réorientation des politiques économiques de l'époque. Toutefois, Bernanke (2004a) ou Gali et Gambetti (2009), soulignent le rôle et l'importance d'une politique monétaire centrée sur l'ancrage des anticipations d'inflation dans la réduction de la taille et de la fréquence des chocs et/ou dans l'atténuation de leurs conséquences et ceci à travers l'exercice d'une discipline sur l'attitude de fixation des prix et des salaires. Ainsi, les orientations à moyen-long terme de la politique monétaire sont officialisées et renforcent l'ancrage des anticipations de l'inflation et permettent à la banque centrale d'atteindre plus au moins sa cible dans les délais préconisés.

Toutefois, quant à l'analyse en termes de la volatilité de l'inflation, Cunningham et al. (2010) et Martínez (2009), constatent que celle-ci a été associée à une certaine évolution des anticipations d'inflation à court terme, mais les anticipations à moyen et long termes sont restées bien ancrées dans les pays pratiquant le ciblage d'inflation (cités également par Lavigne, et al. (2012)). Selon ces derniers, même les attentes à court terme (un an à l'avance) sont restées dans la fourchette cible dans la plupart de ces pays. Ainsi, les anticipations d'inflation à court terme étaient beaucoup moins volatiles que l'inflation réelle, comme on pourrait s'y attendre dans une stratégie du ciblage d'inflation crédible.

Au total Lavigne, et al. (2012), estiment que dans l'ensemble, les stratégies du ciblage d'inflation se sont révélées suffisamment crédibles pour permettre à l'inflation de s'écarter de la cible pendant des périodes plus longues que la normale sans augmenter les anticipations d'inflation à moyen terme. De son côté, De Carvalho Filho (2011) dans une étude sur 51 pays cibles d'inflation et non cibles de l'inflation constate que les pays cibles d'inflation ont réduit les taux d'intérêt de manière plus agressive que l'on fait les pays non cibles en plus ils

étaient moins susceptibles de faire face à des craintes de déflation. D'autre part, en matière de réduction des taux directeurs à la veille de la crise de 2007-2008, les pays cibles de l'inflation l'ont fait d'une manière agressive parce qu'ils avaient des anticipations d'inflation mieux ancrées. Bien que, De Carvalho Filho (2011) ne constate aucune différence dans la dynamique du chômage, les pays pratiquant le ciblage d'inflation ont enregistré une croissance supérieure dans les deux années qui ont suivi le début de la crise. Ainsi, il fait valoir que les effets positifs du ciblage d'inflation ne peuvent pas être expliqués par d'autres déterminants antérieurs à la crise ou par des indicateurs de performance économique après la crise<sup>121</sup>.

Au final, il n'existe pas d'exemple de pays ayant abandonné une stratégie de ciblage d'inflation, à part quelques pays qui sont liés au processus d'unification économique et monétaire européenne : Finlande et l'Espagne (1999) et Slovaquie 2009, alors qu'il y a maints exemples de renoncement à d'autres stratégie d'objectifs intermédiaire monétaire ou de taux de change. Bien au contraire, au lendemain de la récente crise économique et financière certaines banques centrales des pays développés non pratiquant du ciblage d'inflation (exemple, des États-Unis, la BCE et le Japon) ont adopté des objectifs d'inflation numérique sans se déclarées être pratiquant du ciblage d'inflation. Ainsi, l'objectif d'inflation numérique à moyen terme est la pièce maîtresse d'un nouveau un type de stratégie de ciblage d'inflation dit flexible<sup>122</sup>. Ce nouveau cadre a été mise en place quelque temps au par avant au Canada et dans de nombreux autres pays. Cet accent mis sur l'inflation est un moyen de parvenir à la promotion du bien-être économique. Dans le cadre de ce type précis de ciblage d'inflation (ciblage souple de l'inflation), la banque centrale cherche à ramener l'inflation à son objectif à moyen terme tout en atténuant la volatilité dans d'autres dimensions de l'économie, telles que l'emploi et la stabilité financière, qui sont importantes pour le bien-être (Lavigne, et al. 2012).

Globalement, de la lecture des études empiriques sur le ciblage d'inflation se dégage la conclusion suivante : la détermination d'une cible quantitative de l'inflation peut informer et ancrer les anticipations d'inflation. A cet effet, Orphanides et Williams (2003) ont montré que l'approche politique systématique qui caractérise le ciblage d'inflation le rend prévisible et exerce plus d'influence sur les attentes des agents économiques. En examinant dans quelle mesure l'inflation anticipée fluctue en réponse à l'actualité économique, Levin et al. (2004) ont

---

<sup>121</sup> Les déterminants contrôlés comprennent la croissance du crédit privé, les ratios des réserves au produit intérieur brut (PIB) et à la dette à court terme, les entrées de capitaux, l'ouverture commerciale, la balance courante et la flexibilité du taux de change.

<sup>122</sup> Dans le cadre de ce type de ciblage, la stabilité des prix n'est pas le seul objectif de l'autorité monétaire. Cependant, en termes de priorités, la stabilité des prix vient en premier, suivie de la stabilité de la production (et éventuellement des finances).

constaté que la persistance de l'inflation était moindre et que les attentes étaient mieux ancrées dans les pays pratiquant le ciblage d'inflation<sup>123</sup>.

### 3.2. Ciblage d'inflation et stabilité financière

Après la crise économique de 2007-2008, les banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation ont été confrontées à des défis importants. De ce fait, elles ont concentré leurs efforts sur l'examen des trois domaines suivants :

- le niveau de la cible d'inflation ;
- la mesure de l'inflation de base ;
- les considérations de stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire.

Au cours de cette crise, les banques centrales des économies développées ont été confrontées à des défis plus importants :

- La faiblesse persistante de l'inflation qui est survenue dans un contexte de préoccupation croissante pour la stabilité financière de certaines économies ;
- Les outils que ces banques ont utilisés pour atteindre leurs objectifs d'inflation ont évolué ;
- Plusieurs banques centrales ont annoncé ou élargi leurs programmes d'achat d'actifs, déplacé les taux directeurs au-dessous de zéro ou assumé des rôles plus importants pour contribuer à la stabilité financière.

Dans ce sens, Lavigne et al. (2012) notaient que les cadres de politique monétaire avaient été confrontés à des défis importants, en particulier après la crise financière mondiale de 2007-2008. Parmi ces défis, ils citent :

- La persistance d'une offre excédentaire considérable dans plusieurs économies ;
- La considérable diminution des taux de l'inflation dans certaines économies, suite de la chute des prix du pétrole et du ralentissement de la croissance mondiale;
- Les inquiétudes suscitées, dans certaines économies, pour la stabilité financière à une époque de faibles taux d'intérêt.

La réponse appropriée des banques centrales à ces défis a fait l'objet de débats. Par exemple, à la lumière des inquiétudes concernant la faiblesse persistante de l'inflation, des appels ont été lancés pour que les banques centrales augmentent leurs objectifs d'inflation

---

<sup>123</sup> Voir aussi Gürkaynak et al (2006).

(Blanchard, Dell'Ariccia et Mauro 2010; Ball 2014). Au contraire, pour Mishkin (2011), il est plus difficile de stabiliser l'inflation autour d'une cible plus élevée.

Cependant, le débat sur le degré approprié de prise en compte par la politique monétaire des préoccupations de stabilité financière n'est pas encore tranché. Il y'a ceux qui estiment que la politique monétaire doit rester axée sur la stabilité des prix (Svensson 2014) et ceux qui demandent à la politique monétaire de jouer un rôle plus important dans la comptabilisation des cycles financiers (Stein 2013 et Borio 2014).

D'une manière générale, on peut dire que les banques centrales ont répondu aux défis qui se sont posés au moment et après la crise de différentes manières et en fonction de leur situation: annonce ou amélioration des programmes d'achat d'actifs; franchir la limite zéro des taux d'intérêt, les dépôts des banques et les taux directeurs ayant été inférieurs à zéro dans certaines économies et aborder plus explicitement les problèmes de stabilité financière dans la conduite de la politique monétaire.

Plutôt, Rogers (2010) a constaté que le ciblage d'inflation avait bien résisté à la crise financière, tandis que Carvalho-Filho (2010) avait suggéré que la politique monétaire des pays cibleurs d'inflation semblait plus apte à faire face à la crise. Afin de montrer comment les banques centrales ont répondu aux défis de l'intégration de la stabilité financière et comment elles ont résisté à la crise financière, il est intéressant d'analyser leurs pratiques en la matière.

S'agissant plus spécifiquement des pratiques, des banques centrales cibleurs d'inflation qui ont examiné le rôle des considérations de stabilité financière dans la conduite de la politique monétaire, il est intéressant de signaler que celles-ci se sont vu attribuer des responsabilités réglementaires supplémentaires et spécifiques pour atteindre leurs objectifs de stabilité financière, mais ces responsabilités n'ont aucune incidence directe sur la conduite de leur stratégie de politique monétaire. A cet effet, la Reserve Bank de l'Australie a modifié en 2010 sa déclaration sur la conduite de la politique monétaire<sup>124</sup> pour y inclure une disposition relative à la stabilité financière: l'objectif de stabilité du système financier australien (Reserve Bank of Australia 2010). Cette déclaration laisse à penser que la promotion de la stabilité financière est un objectif secondaire de la politique monétaire. Dans le même sens, la Suède a également procédé à un examen similaire à celui effectué en Australie. L'expérience de la crise a amené le parlement suédois à procéder à une évaluation de la politique monétaire de la Riksbank pour la période 2005-2010. Dans un rapport, Goodhart et Rochet (2011) recommandent à la Riksbank de

---

<sup>124</sup> La déclaration sur la conduite de la politique monétaire est publiée conjointement par le trésorier australien et le gouverneur de la Banque de réserve.



préciser: (i) son mandat exacte en matière de promotion de la stabilité financière, (ii) les instruments que la Riksbank est habilitée à utiliser pour atteindre cet objectif, (iii) la gouvernance interne de la Riksbank en ce qui concerne la stabilité financière et son interaction avec d'autres organismes publics partageant la responsabilité de la stabilité financière. En avril 2012, la Riksbank a publié une nouvelle politique de communication visant clairement à promouvoir la stabilité du système financier.

Au Canada, le rapport de la Banque du Canada (2011), a conclu que, dans certaines circonstances exceptionnelles, lorsque les déséquilibres financiers constituent une menace pour l'ensemble de l'économie ou que les déséquilibres eux-mêmes sont encouragés par un environnement de taux bas, la politique monétaire elle-même pourrait être nécessaire pour soutenir la stabilité financière. Bien que cette brutalité a fait de la politique monétaire un outil inapproprié pour traiter les déséquilibres spécifiques à un secteur, elle peut être utile pour remédier aux déséquilibres susceptibles d'avoir des répercussions sur l'ensemble de l'économie (Boivin, Lane et Meh, 2010). Selon le même rapport, en tout état de cause, les politiques doivent encore tenir compte des considérations de stabilité financière, surtout lorsque les déséquilibres financiers influent sur les perspectives à court terme de la production et de l'inflation.

S'agissant des banques qui ont opté pour un ciblage flexible de l'inflation, à l'exemple de la Réserve fédérale des USA, la Banque du Japon et la BCE, elles ont également examiné le rôle des considérations de stabilité financière dans la conduite de leurs politiques monétaires en prévoyant explicitement des considérations de stabilité financière. Pour la Réserve fédérale des USA, en indiquant clairement que les décisions de politique monétaire prendraient en compte ses évaluations de la balance des risques, y compris les risques pour le système financier, qui pourraient entraver la réalisation des objectifs du Comité (FOMC 2012). Cependant, la Banque du Japon et la BCE ont attribué un rôle explicite aux considérations financières à plus long terme dans leurs cadres politiques. La Banque du Japon a utilisé une approche axée sur : (i) les conditions économiques et de prix à un ou deux ans, ainsi que (ii) les facteurs de risque à long terme qui ont peu de chances de se concrétiser par un impact sur l'activité économique<sup>125</sup>. Pour sa part, la BCE (2012) a utilisé une approche à deux piliers similaire pour atteindre son objectif de stabilité des prix: (i) analyse économique, axée sur les déterminants de l'inflation à court et à moyen terme, tels que l'activité économique réelle et conditions financières; et (ii) une analyse monétaire, axée sur les déterminants à plus long terme, notamment la croissance de la monnaie et du crédit. L'accent mis sur la croissance de la monnaie et du crédit distingue l'approche de la

---

<sup>125</sup> Voir Shirakawa (2011) pour plus de détails.

BCE de celle de la Banque du Japon. Dans ce sens, Stark (2011) soutient que l'incorporation des phénomènes monétaires dans le cadre de la politique monétaire inspire une sorte de position penchée contre le vent qui peut aider à lisser les cycles financiers et à stabiliser l'économie à moyen terme. Cependant, il est à signaler que la crise de la dette européenne, qui a ses racines dans les déséquilibres budgétaires et extérieurs au sein de la zone euro, est apparue malgré les caractéristiques du cadre de politique monétaire.

La crise a également montré que des institutions financières solides, bien que nécessaires, ne suffisent pas pour garantir la sécurité et la solidité du système financier dans son ensemble. En outre, les liens étroits et complexes entre les institutions et les marchés financiers se sont révélés capables de générer, transmettre et amplifier des chocs ayant des conséquences importantes pour le système financier [Lavigne R. et al. (2012)].

Toutefois, si on tient compte, seulement, du fait que le ciblage d'inflation a réussi à contenir les anticipations d'inflation au cours de la période de la crise, on peut dire qu'il était une force stabilisatrice du système financier dans son ensemble. A cet effet, les cibles explicites de l'inflation ont également facilité la communication des banques centrales tout au long de la crise. Ainsi, la tendance de la grande transparence n'a pas été entravée par la crise.

D'autre part, le rôle des chocs financiers et des canaux de transmission de ces chocs durant la crise ont mis, au moins, en évidence la nécessité de poursuivre les recherches sur les liens entre l'économie réelle et le secteur financier. Néanmoins, comme nous l'avons signalé au cours des analyses du chapitre 1, pour certains économistes une meilleure compréhension du canal de prise de risque de la politique monétaire, l'interaction entre les politiques monétaires et macroprudentielles et l'utilisation des indicateurs d'alerte rapide faciliteraient la conception des stratégies de politique monétaire.

Cependant, l'expérience de la crise a également suscité un débat sur les avantages des alternatives au ciblage d'inflation, telles que le ciblage du niveau des prix et le ciblage du PIB nominal. Selon la littérature économique, la performance de ces alternatives par rapport au ciblage d'inflation dépend essentiellement de leur capacité à faire évoluer les anticipations à long terme de manière bénéfique. Ainsi, la conception optimale d'un cadre de politique monétaire dépend de la manière dont les attentes sont formées et de l'efficacité de la communication de la banque centrale. C'est la raison pour laquelle, cette même littérature constate que les recherches sur la formation des attentes qui utilisent des données d'enquête et s'appuient sur l'économie expérimentale dans le contexte des modèles macroéconomiques devraient rester une priorité.

Plus fondamentalement, peut-être que l'expérience de ces dernières années peut mettre en évidence le besoin de flexibilité dans la recherche sur les stratégies de politique monétaire. Les domaines décrits ci-dessus justifient clairement une étude plus approfondie, mais les travaux futurs sur la conception de la politique monétaire devraient refléter notre compréhension évolutive de notre environnement économique.

### 3.3. Tendances de l'évolution des politiques monétaires des pays cibles d'inflation

Dans la mesure où une décennie après la crise économique et financière, la croissance demeure trop lente et par fois modeste et le chômage demeure à un niveau élevé dans plusieurs pays. En conséquence de l'effet de la lenteur de la reprise de la demande dans les pays développés<sup>126</sup>, les tendances de l'évolution des politiques monétaires dans les pays pratiquant le ciblage d'inflation diffèrent selon le degré de développement des pays. A cet effet, on serait tenté de distinguer les tendances de l'évolution des politiques monétaires avenir des pays émergents et en développement de celles des pays développées en se basant sur l'évolution macroéconomique de chaque groupe en citant au passage quelques exemples.

#### 3.3.1. Le cas des pays émergents et en développement

Compte tenu de la complexité des situations macroéconomiques des pays et des difficultés qui ont suivi la période de sortie de la crise, il est difficile de prévoir avec certitude les directions des tendances de l'évolution des politiques monétaires. Néanmoins, les conclusions du rapport du FMI (2017), sur la situation et la tendance de l'évolution macroéconomique dans quelques pays émergents et en développement pratiquant le ciblage d'inflation, peuvent nous guider dans nos analyses. Ainsi, ce rapport constate qu'il n'y aura pas de grands changements en vue du côté des banques centrales en Europe centrale, et notamment en Pologne, Hongrie, République Tchèque et Roumanie, même si les pressions inflationnistes se matérialisent (hausse des prix des matières premières, marché du travail tendu), elles resteront limitées (pressions déflationnistes en provenance de la zone euro) et ne dépasseront sans doute pas les cibles fixées par les banques centrales. De plus, dans un environnement où la croissance a eu des difficultés à retrouver son niveau d'avant crise, dans l'avenir elle devrait se stabiliser au niveau actuel, et après des années de révision à la baisse des taux directeurs, les banques centrales devraient a

---

<sup>126</sup> A cela s'ajoute, notamment des épisodes prolongés de faible inflation qui ont pesé sur la demande et la production et ont déprimé la croissance et l'emploi et compliquer le processus de restauration de la compétitivité dans les pays en difficulté (rapport du FMI, 2014).

priori maintenir leur taux inchangé ou modifié légèrement à la hausse à un horizon dans le segment 1 an à 2 ans. Ce segment est celui qui stimule le plus la plupart des économies (Ainouz V. et al. (2016). Pour ce qui est des pays de l'Amérique latine, la stabilisation des prix des matières premières et des changes, ont conduit à la baisse de l'inflation dans la plupart des pays, de sorte qu'une majeure partie des banques centrales a pu avoir plus de marge de manœuvre pour assouplir leur politique monétaire. Ainsi, sans choc additionnel, le processus de désinflation devrait se poursuivre dans le court terme. Pour d'autres pays, la baisse de l'inflation et la stabilisation de la croissance se traduiront par des politiques monétaires inchangées voire plus accommodantes si ces deux variables venaient à décélérer plus fortement.

Cependant, dans le même sens des perspectives, les économistes signalent le fait que si la politique budgétaire américaine se traduisait par une hausse marquée des taux Fed, les banques centrales des pays émergents pourraient modifier leurs politiques. En effet, la Fed a procédé à une légère hausse de taux dès le début 2018, cela a pesé progressivement sur l'ensemble des monnaies émergentes et par conséquent sur l'inflation notamment dans les pays où le *pass-through* est élevé.

En ce qui concerne la Turquie, sa situation est très particulière, en effet fin 2017, le contexte économique (inflation toujours élevée avec des anticipations à la hausse et politique budgétaire jugée laxiste) a conduit la banque centrale de Turquie (CBRT) à resserrer la politique monétaire. Cependant, dans l'optique d'uniformisation de ses taux (convergence des taux de financement, d'emprunt et repo), celle-ci a fait le choix de diminuer son taux de financement plutôt que de monter le taux repo. Toutefois, contrairement à toutes attentes, la CBRT a maintenu ses taux inchangés. Dans ses communiqués de presse, elle indiquait que les décisions à venir seront conditionnées par les données économiques et financières y compris l'évolution de la lire et des comptes extérieurs. Dans un environnement, qui est globalement plus favorable aux économies émergentes, la lire a subi des pressions baissières trop marquées suite à l'augmentation des taxes imposées par l'administration américaine aux produits turque, au milieu de l'année 2018, ce qui a conduit à une forte dépréciation de la lire et une forte inflation.

Quant à la banque centrale sud-africaine, elle restera l'une des plus contraintes de sorte qu'une diminution de taux paraît peu envisageable. Dans un contexte économique et politique, qui reste défavorable même si l'inflation a commencé à baisser dès le début de l'année 2018, elle reste au-dessus de la borne haute fixée (6 %) par la banque centrale sud-africaine (SARB). En outre, les récents mouvements baissiers du Rand (liés à des perspectives économiques en berne et surtout à des problèmes politiques internes) pourraient s'intensifier et peser encore plus sur

l'inflation. Aussi, dans un tel contexte, la SARB devrait maintenir le statu quo dans un proche avenir.

En Amérique latine, en grande partie les pays confirment leur sortie de récession engagée depuis la mi 2016. Après une baisse de 0,9 % sur un an au milieu de 2016, l'activité a progressé de 1,6 % au printemps 2017, tirée par la progression des prix des matières premières industrielles qui ont progressé de 11 % sur un an en août 2017 mais reste 40 % en dessous de leur niveau de 2014. (Heyer E. et Timbeau X. 2017). Ceci a conduit à une baisse de l'inflation dans la plupart des pays et devrait continuer sur cette tendance de sorte que la plupart des banques centrales devraient avoir plus de marge de manœuvre pour assouplir leur politique monétaire.

Au Brésil, les autorités monétaires ont réduit leur objectif de cible de 4,5 % (+/- 1,5 point) en 2015 à 4 % en 2017. Sans un choc additionnel, le processus de désinflation devrait se poursuivre dans l'avenir et la banque centrale devrait donc pouvoir procéder à des baisses de taux mais ces baisses seront conditionnées par l'évolution de la rigueur budgétaire combinée à la vague massive de privatisations (dont le géant Petrobras) annoncée dès la fin 2017 et de la volonté des nouveaux dirigeants du pays à réduire le déficit budgétaire. Globalement, à présent la croissance est modérée, l'inflation est faible et les taux de change sont stable, ainsi les politiques monétaires restent, à l'exception du Mexique<sup>127</sup>, très accommodantes. Les taux directeurs ont continué de baisser et se situent à des niveaux neutres ou bas.

D'une manière générale, les banques centrales devraient poursuivre leurs cycles de maintien de taux à moins que la politique monétaire américaine ne se durcisse considérablement. Globalement, la reprise économique mondiale est modeste. A cet effet, les institutions internationales incitent les pouvoirs publics de passer à la vitesse supérieure pour obtenir une croissance plus rapide, durable et créatrice d'emplois en adoptant des politiques ambitieuses pour éviter le piège d'une croissance lente à moyen terme et garantir la stabilité financière mondiale.

### 3.3.2. Le cas des pays développés

Durant les années qui ont suivi la crise financière et économique, les banques centrales des pays développés ont assoupli un peu plus leurs politiques monétaire, soit en abaissant les taux directeurs, soit en faisant gonfler leur bilan. Dans l'avenir et en cas de la persistance de la faiblesse de l'inflation et de la croissance, elles devraient continuer à assouplir, un peu plus leurs

---

<sup>127</sup> Le pays fait face à un peso qui a perdu près de 40 % de sa valeur face au dollar en 2 ans, voit ses prix accélérer fortement : 6,6 % milieu de 2018 contre 2,7 % un an plus tôt. Une appréciation du peso face au dollar depuis le début de 2018 devrait jouer favorablement sur l'évolution des prix.

politiques monétaires : soit en maintenant des taux directeurs bas, soit en faisant gonfler leur bilan. Car ce type de pratiques se sont avérées accommodantes en période de crises.

Du fait qu'au cours de l'année 2018, les économies des pays développées n'ont pas enregistré des changements remarquables. Dans ces conditions, les banques centrales, dont l'objectif d'inflation est proche de 2 %, devraient maintenir des politiques monétaires accommodantes. A moins qu'elles suivent l'exemple de Fed qui a mis un terme à son programme d'assouplissement quantitatif et a amorcé une normalisation du taux d'intérêt directeur depuis la fin 2015, quoique ce dernier reste bas, à 1-1,25, étant donné la croissance et l'inflation, à la fin 2017. A présent, ni la BCE, ni la Banque du Japon n'ont pas commencé à réduire leurs mesures non conventionnelles. Le cas de la Banque d'Angleterre fait une exception, car il est lié à l'incertitude qui pèse sur l'économie depuis le vote en faveur du Brexit, ce qui a poussé la Banque d'Angleterre à renforcer son soutien à l'activité, en baissant son taux directeur au milieu de 2016 et en mettant en place de nouvelles mesures non conventionnelles. Ainsi, la Banque d'Angleterre souhaitait avant tout rassurer les agents économiques. Dans un contexte d'incertitude accrue sur la situation macroéconomique, elle accepte pour l'instant une inflation plus élevée craignant que le ralentissement de l'activité soit durable.

Dans le proche avenir, comme il l'a fait remarqué Ainoz et al. (2017), en théorie, les choix qui se présentent à ces pays, sont les suivants:

- Entamer progressivement la remonter des taux d'intérêt (avec comme justification la reprise de l'économie et la préservation de la stabilité financière) ;
- Poursuivre la politique d'assouplissement quantitatif avec un ajustement selon l'état des grandeurs macroéconomiques ;
- Stopper la politique d'assouplissement quantitatif mais réinvestir les papiers venant à maturité (cf. Fed),
- Arrêter la politique d'assouplissement quantitatif et ne pas remplacer les papiers venant à maturité,
- Abandonner la règle de la clef de capital pour les achats d'obligations souveraines,
- Acheter des titres obligataires bancaires,
- Acheter des actions.

Selon le même auteur, ce qu'elles vont probablement faire est:

- ne baisseront pas davantage leur taux d'intérêt: mener une politique de taux d'intérêt négatif est déjà contreproductif ;
- poursuivront la politique d'assouplissement quantitatif a un rythme plus modéré, même s'il existe une probabilité significative qu'elles réduisent le montant des achats mensuels (cas de la Fed et la BCE depuis la fin 2017);
- ne modifieront pas la clef de répartition de leurs achats : c'est facile à faire sur le plan technique, mais plus compliqué sur le plan politique. Cela reviendrait à acheter davantage la dette des pays qui continuent à émettre plus abondamment, soit les pays à plus gros déficits ;

- n'achèteront pas des titres bancaires : c'est contraire à leur logique actuelle, et cela pose des problèmes de « consanguinité », d'aléa moral... ;
- n'achèteront pas d'actions : pas assez d'impact sur la richesse des ménages

Toutefois, la remontée récente des taux longs des grandes banques centrales est de nature à faciliter la décision de l'extension de la politique d'assouplissement quantitatif (durcissement des conditions financières) et annoncent que les politiques monétaires sont en phase de normalisation, comme en atteste la remontée graduelle des taux directeurs depuis le 2016. D'autre part, cette normalisation contrôlée de la politique monétaire traduit à la fois la fragilité de la reprise économique mondiale, qui se caractérise toujours par un taux d'activité significativement inférieur à son niveau d'avant crise et le fait que l'inflation ne converge que très lentement vers la cible de 2 % (le taux admis par la majorité des banques centrales). Ainsi, selon les prévisions de l'ensemble des grandes banques centrales, la normalisation de la politique monétaire se poursuivrait dans le proche avenir à un rythme assez proche de celui de 2018 puisque elles anticipent trois hausses de taux par an portant le taux directeur à 3 % à la fin de l'année 2020.

Au final, on peut dire que si les risques aigus s'étaient atténués, certains problèmes de longue date persistaient et de nouveaux problèmes sont apparus, notamment des épisodes prolongés de faible inflation dans les pays développés, en particulier dans la zone euro, qui pourraient peser sur la demande et la production, déprimer la croissance et l'emploi et compliquer encore davantage le processus de restauration de la compétitivité dans les pays en difficulté. A cet effet, un nouvel assouplissement de la politique monétaire, y compris l'adoption de mesures non conventionnelles, sera nécessaire dans la zone euro afin de contribuer à la stabilité des prix, qui est l'un des objectifs de la banque centrale européenne. S'agissant du reste des grandes banques centrales, il est également jugé préférable de poursuivre la politique d'assouplissement quantitatif et procéder à la normalisation de la politique monétaire selon un plan assez conforme à celui mis en œuvre par la Fed à partir de 2014. A cet effet, Greenwood, Hanson et Stein (2016) ont plaidé pour utiliser la taille du bilan de la Réserve fédérale comme outil de stabilisation financière reflétant un débat en cours sur la poursuite de l'utilisation de mesures dites non-conventionnelles même lorsque l'économie aura retrouvé un sentier de croissance et d'inflation conforme à ses objectifs.

## Conclusion

Les analyses menées tout au long de ce chapitre, nous ont permis de dire, que l'engagement crédible en faveur de la stabilité des prix dépend de la stabilité macroéconomique; par conséquent, établir et renforcer cette crédibilité, suppose une réaction cohérente, transparente et prévisible aux chocs affectant l'économie. Pour accomplir correctement et durablement cette mission, les responsables de la politique monétaire doivent établir une distinction claire entre leurs objectifs, dont le but est d'ancrer solidement les anticipations des marchés et la conduite de la politique monétaire qui doit être ajustée de manière flexible en fonction des défis à relever.

Sur le plan théorique, il existe une abondante littérature sur l'incidence économique de la stratégie du ciblage d'inflation sur la performance économique des pays qui l'ont adopté. Cette littérature affirme que la politique monétaire est plus efficace lorsque les objectifs et les instruments utilisés sont connus du public et soutient l'idée selon laquelle qu'une information abondante est toujours préférable dans la conduite d'un tel type de politique monétaire. En ce sens, le ciblage d'inflation stipule que la banque centrale doit s'engager à communiquer périodiquement et plus explicitement ses objectifs, son évaluation de la situation économique et les effets escomptés de ses actions. Au bout du compte, cette action de communication améliorera le bien-être, car elle permettra aux agents de mieux harmoniser leurs décisions avec celles des autorités monétaires, l'économie s'ajustant ensuite avec moins de coûts et de sacrifices. A ce titre, Woodford (2005) souligne que la politique monétaire est plus efficace quand elle est prévisible, dans la mesure où, les marchés financiers étant mieux renseignés sur les actions et les intentions de la banque centrale, des modifications beaucoup moins substantielles du taux directeur seront nécessaires pour obtenir les résultats voulus si les taux anticipés évoluent de pair<sup>128</sup>.

Sur le plan empirique : essentiellement, l'objectif des travaux empiriques effectués sur la performance du ciblage d'inflation ont essayé de déterminer l'existence d'une convergence des variables macroéconomiques. Ainsi, selon ces travaux, toute amélioration de la performance économique, doit permettre l'identification des facteurs soutenant la réussite de cette stratégie et qui agissent sur la dynamique de l'inflation dans les pays qui l'ont adopté. A cet égard, ils ont essayé de vérifier si les variables macroéconomiques choisies affichent des signes positifs après le passage à la stratégie du ciblage d'inflation. Par ailleurs, ils ont utilisé des modèles, de

---

<sup>128</sup> Les anticipations de la trajectoire complète du taux directeur par le secteur privé sont ce qui importe pour l'économie. Ces attentes se répercutent sur les taux d'intérêt à long terme et les prix des actifs, lesquels influencent à leur tour les décisions des agents du secteur privé.



différentes formes, qui ont tenté de démontrer certaines hypothèses économétriquement. Si la plupart de ces travaux arrivent à la conclusion que cette nouvelle stratégie améliore la performance économique des pays qui l'ont adopté, leur portée reste limitée principalement par le fait que les leçons tirées des cas étudiés sont difficilement généralisables à l'ensemble de l'économie mondiale. Cette difficulté réside dans le fait que les banques centrales ne pas les mêmes caractéristiques du cadre de la politique monétaire qui regroupent: le statut, les pratiques de communication et la transparence, l'environnement financier, le degré d'ouverture des institutions monétaires<sup>129</sup>... etc. Ces caractéristiques devraient varier suffisamment dans le temps et d'un pays à l'autre pour permettre de discerner les effets de la stratégie du ciblage d'inflation. D'autre part, on signale que la plupart des travaux économiques ont confirmé l'idée qu'une économie avec de faibles institutions fiscales et monétaires sera incapable de pratiquer avec succès le ciblage d'inflation.

De notre part, dans le cadre des analyses de chapitre 3, nous essaierons de proposer un travail empirique afin de vérifier la performance de la stratégie du ciblage d'inflation. Ainsi, nous nous focaliserons notre recherche sur la question de la performance des banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation, en examinant le degré de réussite de celles-ci à maintenir l'inflation près du taux cible (visé) et en les comparant avec celle qui ne le sont pas.

---

<sup>129</sup> telles que le nombre de rapports sur l'inflation publiés par an, l'établissement de prévisions quantitatives et la divulgation des procès-verbaux ou des relevés des votes pris aux réunions du comité chargé de la conduite de la politique monétaire.

Chapitre 3 : Evaluation de la performance du ciblage d'inflation : une analyse exhaustive et une étude empirique

## Introduction

A l'origine, la performance de la banque centrale, en matière de ciblage d'inflation, a été examinée à travers la réussite de celle-ci à maintenir l'inflation près du taux cible (visé). Par contre, les déterminants de cette performance dépendent des caractéristiques du cadre de conduite du ciblage de l'inflation (Gosselin M. A. 2008). Cependant, l'approche utilisée pour examiner cette performance a été, généralement, réalisée à travers l'utilisation de modèles empiriques en les comparant avec celle qui adoptent d'autres régimes monétaires.

Bien que l'impact du ciblage de l'inflation sur la performance économique globale, fait encore l'objet de débats dans la littérature économique, mais de l'opinion générale il a eu des effets bénéfiques. Ainsi, il est reconnu que l'inflation et sa volatilité ont généralement diminué dans les pays pratiquant le ciblage d'inflation et la croissance de la production a augmenté. Dans le même temps, il semble que la volatilité de la production ait diminué aussi. Les défenseurs du ciblage d'inflation s'appuient sur les avantages économiques découlant d'une inflation faible et stable, sur la possibilité que le ciblage de l'inflation renforce la crédibilité de l'autorité monétaire et sur la flexibilité accrue de la politique monétaire qui pourrait en découler. Toutefois, l'économie politique de la politique monétaire nous renseigne que la gouvernance de la politique monétaire doit être abordée sous l'angle de la crédibilité fruit d'une indépendance de la banque centrale. La contrepartie de l'indépendance est la responsabilité de la banque centrale. Si celle-ci s'exerce en s'appuyant sur une conduite transparente de la banque centrale, accompagnée d'actions de communication, permet de renforcer la crédibilité. Au final, l'indépendance appelle, généralement, la prise de décision par un comité de politique monétaire dont les caractéristiques et l'efficacité sont définies par le statut de la gouvernance de la banque centrale.

Compte tenu de l'état actuel du débat sur le ciblage de l'inflation et suite à la sortie de la crise financière et économique de 2009, un intérêt particulier a été accordé à ce sujet dans de nombreux pays développés à l'exemple des États-Unis, du Japon et dans d'autres pays du monde entier. Ainsi, nous constatons que le moment est opportun pour examiner au moins comment cette stratégie de politique monétaire est mise en pratique et quelle a été son efficacité afin d'évaluer son importance dans l'explication des performances réalisées par les banques centrales en matière de maintien de l'inflation à des niveaux faibles et maîtrisables tout en reléguant les autres objectifs au second rang: la croissance économique par exemple ? Pour mener à bien cet examen, nous proposons ici deux approches complémentaires. Une première basée sur une analyse exhaustive de la conduite du ciblage d'inflation et performance économique. L'intérêt de ce type d'analyse est de mettre en lumière la différence en termes de pratiques et de

caractéristiques du ciblage d'inflation entre les banques centrales. La deuxième approche est plutôt économétrique (empirique) dont le but est d'approfondir l'analyse faite dans le cadre de la première approche. A cet effet, nous constatons que la contribution de notre travail est double : présenter une synthèse des pratiques des banques centrales en matière de ciblage d'inflation en suite analysé leurs efficacités et leurs performances à travers une approche empirique qui nous permettra d'évaluer le degré de l'amélioration du cadre de conduite de leurs politiques monétaires.

Le plan de ce chapitre s'articule autour de deux sections. Dans la première, nous soulevons les questionnements suivants : Comment est déterminé l'objectif cible de l'inflation et une fois déterminé évolue-t-il dans le temps? L'importance de cette dernière question a trouvé son sens, surtout, dans le sillage des suites de la crise financière de 2007-2009. A cet effet, différentes suggestions ont été analysées dont celle de savoir si un relèvement de la cible de l'inflation permettrait-il de mieux faire face aux chocs ? En suite, sur le long terme, l'inflation est-elle plus faible dans les pays pratiquant le ciblage de l'inflation? Le ciblage de l'inflation permet-il à la banque centrale d'être plus indépendante et quels modes de communication utilisé-elle pour transmettre l'information sur son objectif avenir? Les réponses à cet ensemble de questionnement sera faite à travers une analyse exhaustive des expériences et pratiques de quelques banques centrales en matière de ciblage d'inflation.

Dans le cadre des analyses de la deuxième section, nous soulevons la question suivante : quelle est l'efficacité des politiques monétaires des pays cibles de l'inflation par rapport aux non cibles de l'inflation ? Nous proposons dans cette section un modèle simple mesurant la performance économique des pays pratiquant le ciblage d'inflation dont les conclusions sont compatibles avec les différents travaux empiriques relatifs aux effets du ciblage d'inflation sur la maîtrise de l'inflation et la croissance économique ainsi que leurs volatilités. Dans ce cadre, on signale que les modèles de double différence qui incorporent les avancées théoriques et économétriques les plus récents, sont les outils les plus aboutis de l'analyse de l'impact du ciblage d'inflation sur la performance économique des pays pratiquant cette stratégie de politique monétaire. Leur application dans les travaux économique témoigne d'une meilleure coopération entre les milieux universitaires et le monde des décideurs. Les modèles les plus représentatifs, reposant sur les travaux de Ball L et Sheridan N (2003) sont présentés ici.

## Section 1 : Pratiques du ciblage d'inflation : une analyse exhaustive

### Introduction

Dans le cadre de la politique monétaire, il est généralement admis par la littérature économique, que celle-ci doit fournir un ancrage nominal à l'économie. Dans ce sens l'ancrage nominal est une variable que les décideurs peuvent utiliser pour atteindre leur objectif de stabilité des prix<sup>130</sup>. Dans leurs quêtes de recherche d'une ancre nominale alternative à la monnaie ou au taux de change, certaines banques centrales ont adopté au début des années 1990 la stratégie du ciblage d'inflation. Depuis cette date, le nombre de pays pratiquant officiellement cette stratégie n'a cessé d'augmenter. A la fin de l'année 2015, plus d'une trentaine de pays ont officiellement adopté le ciblage d'inflation et aucun pays qui l'a adopté ne l'a abandonné.

Théoriquement, la pratique du ciblage d'inflation est simple. Ainsi, la banque centrale prévoit l'évolution future de l'inflation et la compare au taux d'inflation cible<sup>131</sup>. La différence entre la prévision et la cible détermine l'ajustement et la réaction de la politique monétaire. Dans la pratique, les choix qui se présentent aux pays sont : des objectifs d'inflation avec des fourchettes symétriques autour d'un point médian, un taux cible et ou une limite supérieure de l'inflation. Dans l'ensemble, les objectifs d'inflation choisie par les banques centrales des pays pratiquant cette stratégie sont compris entre 2 % et moins de 10 %. Ce choix est justifié par le fait qu'un objectif d'inflation proche de zéro n'est pas recommandé car il ne permettrait pas aux taux d'intérêt réels de baisser suffisamment pour stimuler la demande globale, sauf en cas de crises, et lorsqu'une banque centrale tente de relancer l'économie, un taux proche de 10% traduit le manque de sa crédibilité. Cependant, on signale que dans un cadre de ciblage d'inflation, la banque centrale annonce un objectif quantitatif en matière d'inflation et précise que le contrôle de celui-ci est un objectif à long terme de la politique monétaire. D'autre part, cette stratégie se caractérise par le fait que c'est une politique spécifique visant à ramener l'inflation à la cible dans le cas où elle a été manquée afin que la banque centrale ne perd pas de sa crédibilité (Hale et Philippov, 2015), (Gemayel et Peter, 2011).

Depuis son adoption, le ciblage d'inflation a suscité de nombreux débats. En grande majorité, les analyses de la littérature économique des dernières années se sont intéressées à ses avantages. Mais moins de travaux ont émis des réserves qui concernent en grande partie des inquiétudes quant au manque de flexibilité qui pourrait résulter du ciblage de l'inflation, en particulier dans les situations où le maintien d'un contrôle strict de l'inflation pourrait nuire à

---

<sup>130</sup> Dans le sens décrit au cours des analyses du chapitre 2.

<sup>131</sup> Un taux jugé approprié pour la croissance de l'économie.

l'économie. D'autre part, certains travaux critiques signalent qu'il est peut-être un peu trop tôt pour évaluer pleinement la performance relative des pays pratiquant le ciblage d'inflation et que le bilan du ciblage d'inflation est plutôt court et traversé par une crise économique d'une grande ampleur et qu'ils n'ont pas encore assez de recul pour vérifier que le respect d'un objectif d'inflation serait préjudiciable à la performance économique.

Dans le cadre des analyses de cette section, nous mettrons en lumière les différences en termes de pratiques et de caractéristiques du ciblage d'inflation entre les banques centrales de quelques pays : développés, émergents et en développement. Ainsi, l'apport de notre travail consistera à monter la performance des banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation, en matière, de maîtrise de l'inflation et d'atteinte de leurs cibles. Au départ, notre démarche commence d'abord par l'examen de la notion de performance et son application aux banques centrales (1.1) puis nous analyserons les caractéristiques du cadre de conduite du ciblage d'inflation dans quelques pays pratiquant cette stratégie et le choix de la cible de l'inflation (1.2). Ensuite, nous finirons avec une analyse de la manière dont le ciblage d'inflation a été conduit par les banques centrales des pays choisis (1.3).

### 1.1. La notion de performance et son application aux banques centrales

Dans le prolongement des analyses de la section 3 du chapitre 2, nous signalons que, dans le cadre du ciblage d'inflation, les déterminants de la performance des banques centrales dépendent des caractéristiques du cadre de sa conduite. C'est dans ce cadre précis que seront menées nos analyses dans cette section. A cet effet, les examens de ces performances ont été réalisés à travers des études empiriques en les comparant avec celle qui ne le sont pas. Par exemple, Bernanke et al. (1999), Landerretche et al. (2001), Neumann et Von Hagen (2002) et Truman (2003), s'accordent sur le succès du ciblage d'inflation dans l'amélioration de la situation économique des pays qui l'ont adopté. Pour leur part, Ball L. et Sheridan N. (2003) ont comparé les résultats de la politique monétaire dans les pays de l'OCDE et ont montré que les économies qui ont connu une forte inflation avant les années 1990 ont connu par la suite de l'adoption du ciblage de l'inflation un degré de désinflation plus élevé que ceux où elle était traditionnellement basse. Par la suite, Ball L. et Sheridan N. (2005) constatent que toute baisse statistiquement significative de l'inflation, dans les pays cibles de l'inflation est liée au fait qu'ils avaient initialement une inflation plus élevée et que tout ce qui a été réalisé c'est une

régression vers la moyenne<sup>132</sup>. Dans le même ordre d'idées, Gosselin M.A. (2008) constate qu'une partie des écarts entre l'inflation effective et la cible visée, dans quelques pays pratiquant le ciblage d'inflation, peut être imputée à plusieurs facteurs : mouvements de change, déficits des finances publiques et différences de développement du secteur financier. D'autre part, il signale que les niveaux de l'inflation et de la production varient d'autant plus que le taux visé est élevé et que la fourchette de maîtrise de l'inflation est large.

Quant à Roger et Stone (2005), en comparant les taux d'inflation observés aux taux visés dans divers pays pratiquant le ciblage d'inflation, constatent que l'écart absolu moyen (EAM) s'établit à environ 1,8 point de pourcentage dans l'ensemble, et que les écarts varient considérablement entre les groupes de pays considérés. Gosselin M. A. (2008), arrive à la même conclusion en confirmant que durant les périodes de désinflation, le taux d'inflation dépasse généralement le niveau visé par la banque centrale. Pour limiter les écarts de l'inflation par rapport à la cible, Gosselin M. A. (2008), stipule que les banques centrales ont intérêt à viser un bas taux d'inflation et à définir une fourchette relativement étroite.

Dans le même cadre et dans un modèle avec intégration des perturbations macroéconomiques, incluant les écarts du taux de change par rapport à ses valeurs tendanciennes, Albagli et Schmidt-Hebbel (2004) mettent en avant que plus la cible est élevée et plus la fourchette de maîtrise de l'inflation est large, plus il y a de chances que le taux d'inflation s'écarte du niveau visé. Il ressort également de leur étude que les écarts observés sont corrélés négativement avec le degré d'indépendance de la banque centrale et avec la crédibilité de la politique monétaire (mesurée par approximation grâce à divers indicateurs du risque du pays).

Toutefois, on signale que les études empiriques mesurant la performance du ciblage d'inflation ne sont pas unanimes, mais soutiennent globalement l'efficacité de ce cadre de politique monétaire dans la réduction de l'inflation et l'ancrage des anticipations d'inflation dans les économies industrialisées et émergentes. Néanmoins, il y a un point important à souligner, est que de nombreux pays qui ont adopté le ciblage de l'inflation l'ont fait dans le cadre d'un processus plus vaste de réforme politique et économique. Souvent, cela impliquait de renforcer la structure institutionnelle d'élaboration des politiques monétaires, par exemple en donnant une importante indépendance statutaire à la banque centrale.

---

<sup>132</sup> C'est un résultat important mais controversé. De nombreux pays, tels que les États-Unis et l'Allemagne, qui ne répondaient pas à la définition stricte du ciblage de l'inflation, ont mis davantage l'accent sur le contrôle de l'inflation au cours des années 90 et 2000 et que celle-ci a constitué une préoccupation majeure de leurs politiques monétaires.

Dans certains pays, l'adoption du ciblage d'inflation comme nouveau cadre de politique monétaire s'est, également, accompagnée d'une amélioration des politiques budgétaires (notamment dans les pays émergents et surtout ceux de l'Amérique latine). En plus, l'adoption du ciblage d'inflation s'est souvent accompagnée d'un renforcement des capacités techniques au sein de la banque centrale et d'une amélioration de la qualité des données macroéconomiques. Comme le ciblage d'inflation dépend dans une large mesure du canal des taux d'intérêt pour la transmission de la politique monétaire, certains pays émergents ont également pris des mesures pour renforcer et développer leurs secteurs financiers. Il semble donc probable que l'amélioration des résultats de la politique monétaire après l'adoption du ciblage d'inflation traduit une amélioration de l'élaboration des politiques économiques au sens large<sup>133</sup>. Cela laisse à la banque centrale le pouvoir discrétionnaire de réagir à des chocs tels qu'un ralentissement de la croissance à court terme et d'atteindre l'objectif d'inflation à moyen terme.

Par conséquent, en signale dès le départ, que malgré la convergence de la littérature vers un succès de cette stratégie monétaire, quelques critiques et avis ont marqué la période d'après la crise de 2007-2008. Dans le sillage de cette crise, différentes suggestions ont été analysées dont celle de savoir si un relèvement de la cible de l'inflation permettrait-il de mieux faire face aux chocs ? Dans l'ensemble, il est répondu négativement et de façon claire. Au final, il est reconnu que l'inflation et sa volatilité ont généralement diminué dans les pays pratiquant le ciblage d'inflation et la croissance de la production a augmenté. Dans le même temps, il semble que la volatilité de la production ait diminué. Les défenseurs du ciblage d'inflation s'appuient sur les avantages économiques découlant d'une inflation faible et stable, sur la possibilité que le ciblage d'inflation renforce la crédibilité de l'autorité monétaire et sur la flexibilité accrue de la politique monétaire qui pourrait en découler.

## 1.2. Ciblage d'inflation : cadre de conduite et choix de la cible

Les tableaux n° 3.1 et n°3.3, nous renseigne sur les pratiques, la prise de décision et les caractéristiques du ciblage d'inflation dès le début de son adoption par quelques pays et constituerons nos principaux guides dans nos analyses ultérieures. Cependant, il intéressant de souligner que les données qui seront utilisées lors de nos prochaines analyses ont été en grande partie compilées à partir de celles de : Roger (2010), Hammond G. (2012), Schmidt-Hebbel K. et Carrasco M. (2016), Sarwat J. (2018) et complétées par celles des sites Web des banques centrales et des rapports du FMI pour différentes années.

---

<sup>133</sup> Le FMI note que «les avantages apparents du ciblage de l'inflation peuvent refléter en partie la qualité générale de la gestion monétaire nationale dans ces pays et, plus généralement, leur niveau de développement».



Tableau n°3.1: Ciblage d'inflation et réalisation des objectifs ciblés

| Pays             | Date d'adoption du ciblage de l'inflation | Cible déterminée par | Taux d'inflation à la date d'adoption (%) | Inflation à la fin de l'année 2010 (%) | Objectif d'inflation en (%) |         |         |
|------------------|---|----------------------|---|--|-----------------------------|---------|---------|
|                  |   |                      |   |  | 2010                        | 2012    | 2015    |
| Nouvelle-Zélande | 1990                                      | G et BC              | 3,30                                      | 4,03                                   | 1 - 3                       | 1-3     | 2 % ±1  |
| Canada           | 1991                                      | G et BC              | 6,90                                      | 2,23                                   | 2 ±1                        | 2       | 2 %     |
| Royaume-Uni      | 1992                                      | G                    | 4,00                                      | 3,39                                   | 2                           | 2       | 2%      |
| Australie        | 1993                                      | G et BC              | 2,00                                      | 2,65                                   | 2-3                         | 2-3     | 2-3 %   |
| Suède            | 1993                                      | BC                   | 1,80                                      | 2,10                                   | 2                           | 2       | 2 %     |
| Rép. Tchèque     | 1997                                      | BC                   | 6,80                                      | 2,00                                   | 3 ±1                        | 2% ±1   | 2 % ±1  |
| Israël           | 1997                                      | G et BC              | 8,10                                      | 2,62                                   | 2 ±1                        | 1-3     | 1-3 %   |
| Pologne          | 1998                                      | BC                   | 10,60                                     | 3,10                                   | 2,5 ±1                      | 2,5 ±1  | 2,5 ±1  |
| Brésil           | 1999                                      | G et BC              | 3,30                                      | 5,91                                   | 4,5 ±1                      | 4,5 ±2  | 4,5 ± 2 |
| Chili            | 1999                                      | BC                   | 3,20                                      | 2,97                                   | 3 ±1                        | 3 ±1    | 3 ±1    |
| Colombie         | 1999                                      | BC                   | 9,30                                      | 3,17                                   | 2- 4                        | 2-4     | 2- 4    |
| Afrique du Sud   | 2000                                      | G                    | 2,60                                      | 3,50                                   | 3- 6                        | 3-6     | 3- 6    |
| Thaïlande        | 2000                                      | G et BC              | 2,60                                      | 3,50                                   | 0,5 - 3                     | 3 ±1,5  | 2,5±1,5 |
| Hongrie          | 2001                                      | BC                   | 10,80                                     | 4,20                                   | 3 ±1                        | 3 ±1    | 3 ±1    |
| Mexique          | 2001                                      | BC                   | 9,00                                      | 4,40                                   | 3 ±1                        | 3 ±1    | 3 ±1    |
| Islande          | 2001                                      | G et BC              | 4,10                                      | 2,37                                   | 2,5±1,5                     | 2,5     | 2,5     |
| Corée du Sud     | 2001                                      | G et BC              | 2,90                                      | 3,51                                   | 3 ±1                        | 3 ±1    | 3 ±1    |
| Norvège          | 2001                                      | G                    | 3,60                                      | 2,76                                   | 2,5 ±1                      | 2,5     | 2,5     |
| Pérou            | 2002                                      | BC                   | -0,10                                     | 2,08                                   | 2 ±1                        | 2 ±1    | 2 ±1    |
| Philippines      | 2002                                      | G et BC              | 4,50                                      | 3,00                                   | 4±1                         | 4±1     | 4 ±1    |
| Guatemala        | 2005                                      | BC                   | 9,20                                      | 5,39                                   | 5 ±1                        | 4,5 ±1  | 4 ±1    |
| Indonésie        | 2005                                      | G et BC              | 7,40                                      | 6,96                                   | 5 ±1                        | 4,5 ±1  | 4 ±1    |
| Roumanie         | 2005                                      | G et BC              | 9,30                                      | 8,00                                   | 3±1                         |         | 3 ±1    |
| Serbie           | 2006                                      | G et BC              | 10,80                                     | 10,29                                  | 4 - 8                       | 4 ±1,5  | 4,5±1,5 |
| Turquie          | 2006                                      | G et BC              | 7,70                                      | 6,40                                   | 5,5 ±2                      | 5 ±2    | 5 ±2    |
| Arménie          | 2006                                      | G et BC              | 5,20                                      | 9,35                                   | 4,5±1,5                     | 4,5±1,5 | 4 ±1,5  |
| Ghana            | 2007                                      | G et BC              | 10,50                                     | 8,58                                   | 8,5 ± 2                     | 8,7 ± 2 | 8 ± 2   |
| Albanie          | 2009                                      | G et BC              | 3,70                                      | 3,40                                   | 3 ± 1                       | n.d     | 3 ±1    |
| Géorgie          | 2009                                      | G et BC              | 1,7                                       | 7,11                                   | n.d                         | n.d     | 5       |
| Moldavie         | 2010                                      | G et BC              | 7,48                                      | 7,48                                   | /                           | n.d     | 5 ±1,5  |
| Répu. Dominique  | 2011                                      | G et BC              | 1,31                                      | 3,2                                    | /                           | n.d     | 4 ± 1   |
| Ouganda          | 2012                                      | G et BC              | 12,68                                     | 4                                      | /                           | /       | 5 ± 2   |
| Japon            | 2012                                      | BC                   | 0,34                                      | - 0,72                                 | /                           | /       | 2       |
| Paraguay         | 2013                                      | G et BC              | 2,68                                      | 4,7                                    | /                           | /       | 4,5     |
| Russie           | 2014                                      | G et BC              | 7,2                                       | 6,84                                   | /                           | /       | 4       |
| Inde             | 2015                                      | G et BC              | 8   | 12,0                                   | /                           | /       | 4 ± 2   |

Sources : Roger (2010), Hammond G. (2012), Schmidt-Hebbel K. et Carrasco M. (2016), Sarwat J. (2018) et des mises à jour des sites Web de certaines banques centrales.

Note : G : Gouvernement ; BC : Banque Centrale

### 1.2.1. Caractéristiques du cadre de conduite du ciblage d'inflation

D'après une simple lecture du tableau n°3.1, on constate que les pratiques des banques centrales varient d'un pays à l'autre. Cependant, bien qu'il existe certaines différences entre les pays, on note également la présence de quelques points communs. La plupart des banques

centrales ont une cible ponctuelle mais elles laissent l'inflation déviée  $\pm 1$  % de sa cible. De plus, comme il ressort du tableau n°3.3, la plupart de ces banques ciblent actuellement une moyenne annuelle de l'IPC global et indiquent un délai pour ramener l'inflation à la cible si celle-ci est manquée.

De sa part, Hyvonen (2004) a élargie l'analyse de Ball et Sheridan (2003) à d'autres pays et a constaté que l'adoption du ciblage d'inflation avait au moins, en partie, contribué à la convergence de l'inflation dans les années 1990. Dans le même sens, Vega M. et Winkelried D. (2005) ont constaté que le ciblage d'inflation avait contribué à réduire le niveau et la volatilité de l'inflation dans les pays qui l'ont adopté.

Globalement, la conclusion qui se dégage de la lecture des études empiriques sur le ciblage d'inflation consiste à affirmer que la détermination d'une cible quantitative de l'inflation peut informer et ancrer les anticipations d'inflation. A cet effet, Orphanides et Williams (2003) ont montré que l'approche systématique qui caractérise le ciblage d'inflation le rend prévisible et exerce plus d'influence sur les attentes des agents économiques. En examinant dans quelle mesure l'inflation anticipée fluctue en réponse à l'actualité économique, Levin et al. (2004) ont constaté que la persistance de l'inflation était moindre et que les attentes étaient mieux ancrées dans les pays qui ciblent l'inflation<sup>134</sup>. De plus, d'autres études ont constaté que le ciblage d'inflation présentait des avantages significatifs en termes de réduction de l'inflation dans les pays industrialisés et non industrialisés Vega M. et Winkelried D. (2005).

Plus spécifiquement dans le cas des pays émergents, selon une étude du FMI (2005), le ciblage d'inflation semble avoir été associé à une inflation plus basse, à des attentes d'inflation plus faibles et à une volatilité de l'inflation inférieure à celle des pays qui ne l'ont pas adopté. De plus, ces gains d'inflation ont été réalisés sans effet négatif sur la production et la volatilité des taux d'intérêt. En 2008, le FMI a également examiné les questions des cadres de politique monétaire qui avaient le mieux réussi à ancrer les anticipations d'inflation suite aux chocs des prix du pétrole et des produits alimentaires de 2007, il a conclu que, dans les économies émergentes, le ciblage d'inflation semble avoir été plus efficace que les autres cadres de politique monétaire pour ancrer les attentes et les anticipations des agents économiques<sup>135</sup>. Pour sa part, Rogers (2010) a constaté que le ciblage d'inflation avait bien résisté à la crise financière, tandis

---

<sup>134</sup> Voir aussi Gürkaynak et al (2006) ; Johnson D. (2002); Ball L. et Sheridan N (2005) et Vega M. et Winkelried D. (2005). Ces études ont été choisies car elles incluent également l'expérience des pays ne ciblant pas l'inflation comme un groupe de contrôle.

<sup>135</sup> Voir Perspectives de l'économie mondiale du FMI, octobre 2008.

que Carvalho-Filho (2010) avait suggéré que la politique monétaire des pays cibles de l'inflation semblait plus apte à faire face à la crise.

### 1.2.2. Choix de la cible de l'inflation

Depuis son adoption en 1990 par la banque de Nouvelle-Zélande, le ciblage d'inflation n'a cessé de séduire de nouveaux pratiquants. À la fin 2017, 36 pays, ont officiellement adopté le ciblage de l'inflation. Le tableau n°3.1, indique les dates d'adoption du ciblage d'inflation<sup>136</sup>, les résultats réalisés en matière d'atteinte des objectifs ciblés en 2010 et l'objectif d'inflation pour 2015 pour les pays adoptants un régime de ciblage d'inflation à part entière.

D'après le tableau n°3.1, on constate que l'ensemble des banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation est très hétérogène et comprend des pays : industrialisés ; émergents et en développement. Plusieurs pays émergents ont adopté un ciblage d'inflation à la suite de la crise asiatique de 1997, ce qui a obligé un certain nombre de banques centrales à abandonner le régime de change fixe.

D'autre part, la lecture du tableau n°3.1, nous renseigne que la majorité des pays ont adopté cette stratégie, alors que leur taux d'inflation initial était supérieur aux niveaux cibles fixes à long terme. En plus, un grand nombre de ces pays ont adopté des objectifs d'inflation annuels qui ont été révisés régulièrement à la baisse (2010, 2012 et 2015). Ce qui laisse à croire que ces pays ont adopté le ciblage d'inflation comme un outil de stabilisation dans le but de ramener l'inflation vers des niveaux stationnaires bas à long terme. Par ailleurs, on remarque aussi que certains pays ont adopté le ciblage d'inflation alors que leur niveau l'inflation était déjà faible. Globalement, à la lecture de ce tableau on constate que, dans la plupart des pays, le ciblage d'inflation a eu le mérite d'ancrer les anticipations d'inflation autour de la cible et ainsi la maintenir à un niveau bas et stable. De plus, les économies qui ont connu une forte inflation avant l'adoption du ciblage d'inflation, ont réalisé des taux proches de leurs cibles et ont pu conserver cette performance des années après. A cet égard, Choi et al. (2003), dans le cas de la Nouvelle-Zélande signalent que l'inflation est devenue plus stable après la date de l'annonce officielle de l'adoption du ciblage d'inflation, ce qui a conduit les spécialistes à la considérée comme un point de rupture. Pour sa part, Kontonikas (2004), en étudiant l'effet du ciblage d'inflation sur l'incertitude et la variabilité de l'inflation dans le cas de l'Angleterre, montre d'une part qu'à partir de 1992, date d'adoption du ciblage d'inflation en Angleterre, celle-ci est

---

<sup>136</sup> Plusieurs pays avaient adopté une forme de ciblage d'inflation implicite ou informel avant la date de début formelle.

devenue faible et moins volatile. Et que le ciblage d'inflation exerce un impact négatif direct sur l'incertitude de long terme. Pour leur part Ftiti et Hichri (2014), en étudiant la question de l'efficacité du ciblage d'inflation pour quatre pays industrialisés (l'Angleterre, Canada, Nouvelle-Zélande, et la Suède) mettent en avant son efficacité en matière de stabilité des prix. Au final, on constate que les meilleures pratiques du ciblage d'inflation ont évolué en 2015 vers un choix relativement étroit des points médians d'objectif d'inflation (définis à 2-2,5 ou 3%), avec une faible tolérance aux écarts d'inflation moyenne de 1 %.

Néanmoins, à ce stade de l'analyse il faut signaler que les performances réalisées par les banques centrales des pays émergents en matière de maintien de l'inflation à des niveaux faibles, ont été précédée par la mise en œuvre de programmes de stabilisation macroéconomique et des réformes structurelles.

Ainsi, les résultats évoqués ci-dessus, vont dans le sens de celles qui ressortent du rapport du FMI (2005), qui signale que les pays ayant adopté le ciblage d'inflation ont connu une baisse du niveau de l'inflation entre la période pré-ciblage et celle post-ciblage; baisse plus importante que celle affichée par les pays poursuivant une politique monétaire alternative. Des résultats proches ont été obtenus par Gonçalves et Salles (2008), Gemayel et al. (2011) et Abo-Zaid et Tuzemen (2012).

En tenant compte de cette évidence, il semble que la raison pour laquelle la littérature économique, évoque qu'une faible inflation est souvent considérée comme une condition préalable pour cibler l'inflation tient à la difficulté de prévoir l'inflation et à atteindre un objectif d'inflation dans des conditions d'inflation élevée et volatile et non à son niveau de départ. Dans de telles circonstances, le risque pour la banque centrale est la perte de sa crédibilité face aux cibles manquées. Cela explique pourquoi de nombreuses banques centrales ont attendu que l'inflation soit sous contrôle avant d'adopter officiellement un ciblage de l'inflation. Toutefois, quelques expériences ont montré que le ciblage de l'inflation a été utilisé avec succès comme stratégie désinflationniste Hammond G. (2012).

### 1.3. Pratique et conduite du ciblage d'inflation

La conduite d'une telle stratégie et ses exigences sont, généralement, inscrit dans les lois qui régissent les mandats des gouverneurs des banques centrales. A ce titre, les tableaux n°3.1 et n°3.3, nous permettent de classifier et tirer les enseignements sur cette stratégie telle qu'elle était pratiquée dans les pays cibleurs d'inflation et sur la façon dont elle était conduite.

D'un point de vue pratique, la stratégie du ciblage d'inflation suppose une indépendance statutaire de la banque centrale (1.3.1) ; et que celle-ci doit déterminer et définir la cible de l'inflation ou l'objectif quantifié de stabilité des prix qui à leurs tours supposent de choisir entre un point-cible ou une fourchette de croissance des prix (1.3.2.) et de préciser l'horizon auquel la cible devra être atteinte (1.3.3), puis déterminer le mode de prise de décision et enfin comment peut-on mesurer les degrés de responsabilité et de transparence de la banque centrale (1.3.4).

### 1.3.1. Indépendance statutaire de la banque centrale

La plupart des définitions du ciblage d'inflation incluent l'exigence selon laquelle la stabilité des prix est l'objectif principal de la politique monétaire. Cela est généralement inscrit dans la loi qui régit le mandat du gouverneur de la banque centrale. Dans de nombreux cas, cette loi stipule également que la banque centrale soutiendra la prospérité économique et le bien-être au sens large.

Certains pays, ont un double objectif : la stabilité des prix et l'emploi, tandis que pour d'autres, le rôle principal de la banque centrale est de «promouvoir le bien-être économique et financier du pays. Suite à la crise financière de 2007, les objectifs de plusieurs banques centrales ont été élargis pour inclure un objectif de stabilité financière.

La littérature sur l'indépendance de la banque centrale fait souvent la distinction entre «indépendance par rapport à l'objectif», c'est-à-dire que la banque centrale dispose d'une autonomie pour fixer l'objectif de la politique monétaire et «indépendance par rapport aux instruments», c'est-à-dire le choix des instruments qu'elle utilise pour mener la politique monétaire en vue d'atteindre l'objectif d'inflation indépendamment de l'influence ou l'intervention du gouvernement. L'objectif principal de la politique monétaire, à savoir la stabilité des prix (comme nous l'avons déjà examiné au chapitre 2) est inscrit dans la loi. Ainsi, l'indépendance des objectifs, c'est-à-dire la fixation de la cible d'inflation devient alors une question de second rang<sup>137</sup>. Dans le cadre du ciblage d'inflation, cet objectif concerne le taux d'inflation cible et sa marge de tolérance. Ainsi, comme nous l'indique le tableau n° 3.1, la plupart des banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation jouissent d'une indépendance statutaire<sup>138</sup>. Pour Hammond G. (2012), lorsque l'inflation n'est pas stable, comme ce fut le cas

---

<sup>137</sup> Par exemple, pour la Banque Centrale Européenne (BCE) l'objectif de la politique monétaire est défini dans le traité et les statuts du système européen des banques centrales (SEBC) en tant que stabilité des prix. Le rôle de la BCE a été de définir cette stabilité des prix par un niveau d'inflation, actuellement ce niveau est «inférieur mais proche de» 2% par an.

<sup>138</sup> La Banque centrale du Brésil est l'exception à la règle générale; elle n'a pas d'indépendance statutaire; les gouverneurs et les sous-gouverneurs n'ont pas non plus de mandat fixe.

dans plusieurs pays émergents, au moment où ils ont adopté un ciblage d'inflation, la détermination de la cible d'inflation et de la trajectoire de la désinflation et de son rythme, sont des questions politiques plus importantes. Ainsi, la possibilité de fixer la cible d'inflation est considérée comme un élément essentiel de l'indépendance de la banque centrale. Par ailleurs, il est avantageux pour le gouvernement de s'engager explicitement à atteindre l'objectif d'inflation, ce qui est plus probable lorsque cet objectif est déterminé conjointement avec la banque centrale. Le but de cet engagement est de promouvoir une meilleure coordination, ou du moins évité un conflit, entre la politique budgétaire et la politique monétaire.

L'exigence principale pour le ciblage d'inflation est l'indépendance opérationnelle de la banque centrale. Ainsi, d'après le tableau n°3.1, on constate, globalement, que les banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation jouissent d'une indépendance opérationnelle. D'autre part, dans le cas de la majorité des pays, l'objectif d'inflation est déterminé conjointement par le gouvernement et la banque centrale. Dans quelques cas, la banque centrale est la seule responsable de la définition de son objectif et dans trois cas, cet objectif est défini par le gouvernement. Parmi les neuf pays industrialisés, la Suède est le seul pays dans lequel le gouvernement ne participe pas avec la banque centrale à la définition de l'objectif de l'inflation.

En ce qui concerne la situation des pays par niveau de développement, on constate que les objectifs d'inflation des pays industrialisés se situent tous entre 1% et 3% (augmentation annuelle de l'inflation). Cela reflète l'interprétation consensuelle de la fourchette générale d'inflation compatible avec la stabilité des prix dans ces pays. Il serait donc difficile pour les gouvernements de ces pays d'adopter un objectif d'inflation plus élevé sans compromettre leur crédibilité. Par contre, dans le cas des banques centrales des pays émergents et/ou en développement on constate qu'elles jouissent d'une plus grande indépendance<sup>139</sup>: dans huit cas, principalement dans des pays d'Amérique latine, la cible est déterminée uniquement par la banque centrale, dans les autres cas, la cible est déterminée conjointement par le gouvernement et la banque centrale.

### 1.3.2. Détermination du niveau de la cible

Comme le montrent les recherches théoriques et empiriques, la crédibilité de la définition quantitative de la stabilité des prix a contribué à ancrer d'une manière solide les anticipations d'inflation dans les économies qui ont adopté une stratégie de ciblage de l'inflation. De ce fait, l'expérience des pays cibles de l'inflation montre que le taux annuel moyen de l'inflation

---

<sup>139</sup> Chili, Colombie, Guatemala, Hongrie, Mexique, Pérou, Pologne et République tchèque.

atteint par ces pays est proche de 2%. Selon Hammond G. (2012), cette performance mérite d'être soulignée pour les raisons suivantes :

- ✓ c'est un meilleur résultat après de longues périodes où les économies de ces pays ont connu des phases de forte inflation associées à des niveaux élevés de chômage ;
- ✓ parce que les banques centrales de ces pays n'avaient pas un long passé de crédibilité sur lequel s'appuient les agents économiques pour faire leurs anticipations ;
- ✓ parce que, avant l'adoption de cette stratégie, l'économie mondiale a connu des périodes d'instabilité et de turbulence (chocs des prix du pétrole et matières premières et enfin des crises financières).

De fait, la majorité des banques centrales cherchent à maintenir le taux d'inflation au plus proche de 2 % selon un mécanisme simple : elles resserrent leur politique monétaire lorsqu'elles estiment que l'inflation va s'accélérer au-delà de 2 % et elles l'assouplissent lorsqu'elles estiment que l'inflation sera inférieure à 2 %. Ainsi, si les agents anticipent que la banque centrale fera tout son possible pour maintenir l'inflation à 2 %, leurs anticipations d'inflation s'ancreront plus rapidement autour de ce taux, ce qui facilitera la tâche des autorités monétaires. De plus, certains pensent également que la plus grande stabilité des prix contribue à renforcer la stabilité macroéconomique.

Dans la pratique et en l'absence d'une définition précise de la stabilité des prix, les banques centrales se sont concentrées sur la réduction de l'inflation à un niveau où le public ne s'en préoccupe pas. Le consensus semble être trouvé sur ce niveau toléré, au tour d'un seuil de 3% à 4%. Ainsi, selon plusieurs études les gains d'une réduction de l'inflation à moins de 2% ne l'emporteront probablement pas sur les avantages d'un objectif d'inflation positif.

Quant au choix entre une cible ou une fourchette d'inflation, d'après le tableau n°3.1 on remarque que la plupart des pays ont fait le choix d'un point cible avec une bande de tolérance de  $\pm 1\%$ . A cet effet, Mishkin (2008) souligne, en citant le cas de la Nouvelle-Zélande, même les pays dont la cible est exprimée sous forme de fourchette tendent à accorder une importance croissante au point central dans la conduite effective de leur politique monétaire et dans leur communication. En effet, comme ils remarquent Drumetz et al. (2015), la littérature appuie ce choix et l'expérience suggère qu'il est préférable de recourir à une forme de point-cible plutôt qu'à une fourchette large qui remet en cause la crédibilité de l'objectif d'inflation annoncé et celle de la banque centrale.

En matière de détermination de la cible, la lecture du tableau n°3.1, nous renseigne les faits suivants : au premier abord, nous pouvons remarquer que les pays industrialisés ont tous des objectifs d'inflation compris entre 1% et 3%. D'autres pays moins industrialisés ont également des objectifs d'inflation dans cette fourchette. Un seul pays avait un objectif supérieur à 5%, à savoir le Ghana avec un objectif de 8,7% en 2012 et 8 en 2015. Ceci tient au fait que, non seulement ce pays a adopté le ciblage d'inflation plus tardivement que les autres pays, mais aussi son taux d'inflation à la date d'adoption était très élevé 10,60%.

Quant à la réalisation de ces objectifs, elle s'explique par des circonstances politiques et économiques que l'analyse économique peut nous aider à les comprendre. Ainsi, le tableau n°3.2, montre que les écarts perçus par rapport aux bandes annoncées supérieure et inférieure, diffèrent de manière significative selon les pays. Par exemple, ils sont significatifs et positifs pour le Brésil, alors qu'ils sont négatifs et significatifs pour la Suisse ou la Suède. Ainsi, on suppose que les acteurs des marchés financiers au Brésil estiment que les mesures de politique monétaire pourraient être cohérentes avec une limite supérieure et une fourchette plus étroite. En Australie, ces écarts ne sont pas significatifs, ce qui indique que l'objectif d'inflation annoncé est crédible. Ces différences entre pays, quant à la crédibilité de la cible d'inflation, peuvent s'expliquer en partie par l'hétérogénéité de la mise en œuvre du ciblage de l'inflation (Bedri Kamil Onur Tas B. et Cagri Peker M. 2017). Certaines banques centrales ont un double mandat : établir et maintenir la stabilité de monnaie nationale afin de stabiliser l'inflation et le taux change par rapport aux autres devises. Par contre, d'autres déclarent que «l'objectif de la politique monétaire est de préserver la valeur de la monnaie en maintenant une inflation faible, stable et prévisible» à l'exemple de la Banque du Canada. Ces différences d'objectifs des banques centrales pourraient jouer un rôle dans la variation de la perception des cibles d'inflation entre les pays. Comme le montre Carare et Stone (2006), les banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation mettent également en œuvre différents régimes de taux de change. A cet effet, ils classent ces banques selon trois régimes de changes: flottant indépendant, flottant géré sans chemin pré-annoncé et taux de change avec des bandes rampantes. Parmi les 24 banques centrales examinées dans leur étude, les auteurs classent la République tchèque et la Norvège dans la catégorie des flottants gérés et la Hongrie et la Roumanie dans la catégorie des bandes rampantes. Les autres banques centrales, pratiquent des régimes de change flottants indépendants. Ainsi, les auteurs concluent que les banques centrales, pratiquant des régimes de change gérés ont des bandes annoncées supérieure basses et des bandes inférieures plus élevées comparés avec ceux qui ont des régimes flottants indépendants. Ceci constitue une explication



intéressante des écarts perçus par rapport aux fourchettes cibles d'inflation officielles. A cet égard, la crédibilité de la cible d'inflation devrait avoir des effets importants sur la réduction de l'inflation dans les économies dont les banques centrales pratiquent le ciblage de l'inflation.

Tableau n°3.2: Les cibles d'inflation annoncées et perçues de certaines banques centrales<sup>140</sup>

| Pays               | cible d'inflation annoncée |                   |       | cible d'inflation perçue |                   |       |
|--------------------|----------------------------|-------------------|-------|--------------------------|-------------------|-------|
|                    | Limite inférieure          | Limite supérieure | écart | Limite inférieure        | Limite supérieure | écart |
| Australie          | 2                          | 3                 | 1     | 2                        | 3                 | 1     |
| Brésil             | 2,5                        | 6,5               | 4     | 5                        | 7,7               | 2,7   |
| Canada             | 1                          | 3                 | 2     | 1                        | 2,4               | 1,4   |
| Chili              | 2                          | 4                 | 2     | 3,2                      | 4                 | 0,8   |
| Colombie           | 2                          | 4                 | 2     | 2                        | 3,6               | 1,6   |
| République Tchèque | 1                          | 3                 | 2     | 2,2                      | 3,6               | 1,4   |
| Hongrie            | 2                          | 4                 | 2     | 3,5                      | 4                 | 0,5   |
| Islande            | 1                          | 4                 | 3     | 4,1                      | 4,9               | 0,8   |
| Indonésie          | 4                          | 6                 | 2     | 6,3                      | 7                 | 0,7   |
| Mexique            | 2                          | 4                 | 2     | 3,8                      | 4,3               | 0,5   |
| Nouvelle-Zélande   | 1                          | 3                 | 2     | 2,2                      | 2,6               | 0,4   |
| Norvège            | 1,5                        | 3,5               | 2     | 2,5                      | 2,5               | 0     |
| Pérou              | 1                          | 3                 | 2     | 2,3                      | 2,8               | 0,5   |
| Philippines        | 3                          | 5                 | 2     | 4,5                      | 5,9               | 1,4   |
| Pologne            | 1,5                        | 3,5               | 2     | 3,7                      | 4,3               | 0,6   |
| Roumanie           | 2,5                        | 4,5               | 2     | 3,7                      | 4,2               | 0,5   |
| Afrique du Sud     | 3                          | 6                 | 3     | 5,5                      | 6,2               | 0,7   |
| Coré du Sud        | 2,5                        | 3,5               | 1     | 2,5                      | 3,5               | 1     |
| Suède              | 1                          | 3                 | 2     | -2,5                     | 2                 | 4,5   |
| Suisse             | 0                          | 2                 | 2     | -2,3                     | 1,2               | 3,5   |
| Thaïlande          | 0,5                        | 3                 | 2,5   | 2,4                      | 3                 | 0,7   |
| Turquie            | 5,5                        | 9,5               | 4     | 7,7                      | 10                | 2,3   |
| Royaume-Uni        | 1                          | 3                 | 2     | 2,4                      | 3                 | 0,6   |

Source : Bedri Kamil Onur Tas B. et Cagri Peker M. (2017), P 9.

### 1.3. 3. Horizon et support de mesure de la cible

Pour Trichet J-C. (2003), l'horizon de la politique monétaire ne doit pas être confondu avec l'horizon des prévisions publiées par la banque centrale. Dans la pratique, l'horizon de la cible tend à dépendre du fait que l'inflation se situe ou non dans la fourchette de stabilité des prix et de la situation initiale de l'économie. De plus, comme le souligne Svensson (2009 a), les trajectoires optimales de la production et de l'inflation rejoignent leurs cibles de manière asymptotique, ce qui ne permet pas de préciser un horizon. A cet effet, Freedman C. et Laxton D. (2009) signalent que, contrairement à l'opinion répandue, les banques centrales ayant adopté le ciblage d'inflation ne s'assignent pas un horizon fixe au terme duquel la cible d'inflation devrait

<sup>140</sup> Remarque: les pays ayant des cibles d'inflation perçues plus élevées que les cibles annoncées (cibles non crédibles) sont marqués avec des nuances de bleu.

impérativement être atteinte. Toutefois, pour Drumetz et al. (2015), imposer un retour de l'inflation à sa cible à un horizon défini, par exemple deux ans, pourrait conduire à un résultat inefficace dans la mesure où il s'accompagnerait d'une déstabilisation de l'économie réelle. De ce fait, dans les 17 pays ayant des objectifs d'inflation de 3% ou moins, l'horizon de la cible a tendance à être à moyen terme<sup>141</sup> (Tableau n°3.3). Dans la pratique, le choix d'un tel horizon pourrait être expliqué par le fait que les objectifs à moyen terme ont l'avantage d'ancrer les anticipations d'inflation et de permettre explicitement des écarts à court terme par rapport à l'objectif lorsque des chocs frappent l'économie ce qui permet à la banque centrale de réagir d'une manière discrète pour revenir à la cible et rester crédible vis-à-vis des agents économiques. De fait, Hammond G. (2012), signale que l'horizon de la cible peut également dépendre de la longueur du mécanisme de transmission de la politique monétaire et qu'avec un mécanisme de transmission plus long, la banque centrale ne peut pas influencer l'inflation à court terme. Cela signifie que la politique monétaire ne peut pas éliminer tous les chocs aléatoires qui affectent le niveau des prix. Ainsi, toute volatilité à court terme de l'inflation est inévitable.

Quant au choix de mesure de la cible, la plus part des banques centrale pratiquant le ciblage d'inflation définissent leur cible d'inflation en prenant comme support l'indice des prix à la consommation (IPC) mesurant l'inflation totale. Ce choix est justifié, selon certains auteurs, comme Drumetz et al. (2015), par le fait que le recours à l'IPC comme support de la cible d'inflation et de l'objectif de la politique monétaire, doit réunir au moins deux qualités, la crédibilité et la fiabilité. Toutefois, d'après le tableau n°3.3, les 26 pays ciblant l'inflation utilisent l'IPC comme support de cible opérationnel. Selon Hammond G. (2012), les justifications de ce choix tiennent particulièrement à des raisons pratiques et opérationnelles:

- ✓ l'IPC est disponible sur une base mensuelle, alors que d'autres mesures, qui peuvent être préférées pour des raisons théoriques, telles que le déflateur du PIB, ne sont disponibles que tous les trimestres.
- ✓ l'IPC peut mieux répondre aux changements du taux directeur et bien qu'une mesure fondamentale soit moins volatile et puisse mieux répondre au taux directeur et présente l'avantage d'être connue du public.

Bien que l'IPC global soit le support préféré de la cible, de nombreuses banques centrales font, également, le choix de mesurer l'inflation sous-jacente comme un indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes de l'économie. Par ailleurs, les chocs survenus après 2007 sur les prix du pétrole et des produits alimentaires ont démontré l'importance d'interpréter les mesures

---

<sup>141</sup> Ceci inclut les horizons de cibles de deux ans ou plus et ceux spécifiés comme étant à tout moment.

d'inflation sous-jacente avec beaucoup de soin et de précaution. De plus, l'inflation sous-jacente doit être interprétée à la lumière de ce qui se passe dans l'ensemble de l'économie. A ce stade de l'analyse, il reste à préciser le choix entre un point-cible ou une fourchette de croissance des prix.

De l'avis d'un grand nombre de spécialistes, les points-cibles d'inflation, y compris les points-cibles avec fourchette de tolérance, ont l'avantage d'être très précises et de donner un signal clair aux marchés financiers sur l'objectif de la banque centrale. Ils peuvent aussi avoir l'avantage d'être symétriques, ce qui permet de mieux faire comprendre le désir de la banque centrale d'éviter une déflation aussi persistante qu'elle évite l'inflation. L'importance de cette pratique est devenue cruciale surtout durant la période de sortie de la crise de 2007-2009 où la menace de déflation était et reste un sujet de préoccupation dans la grande majorité des pays développés et émergents. De plus, un point-cible peut également aider à exprimer, à moyen terme, le désir d'un contrôle précis de l'objectif de la banque centrale: il est évidemment impossible que l'inflation atteigne la cible à chaque fois ou période après période. Enfin, un point-cible peut être préférable lorsque la volatilité des résultats d'inflation est supérieure à la largeur d'une bande étroite.

Avec une fourchette cible, il n'est pas très clair de savoir si la cible a été touchée ou pas. Les fourchettes peuvent également donner l'impression que la banque centrale a un contrôle imprécis sur l'objectif d'inflation et qu'elle peut faire face à des chocs temporaires au niveau des prix. De la même manière, une fourchette cible permet un certain degré de stabilisation de la production. Toutefois, Orphanides et Wieland (2000) soulignent que la banque centrale réagira peu à un choc qui augmente l'inflation juste en dessous de la borne supérieure de la fourchette, par contre sa réaction sera plus agressive si elle la dépasse, même légèrement ce qui laisse aux agents économiques une certaine marge d'anticipation des réactions futures de la banque centrale. Selon Mishkin (2008), l'intérêt accordé à ce risque aurait conduit la banque de réserve de Nouvelle-Zélande à accorder plus d'importance au point central de sa fourchette.

Dans la pratique, comme le montre le tableau n°3.1, la plus part des banques centrales, en particulier celles qui ont adopté un objectif d'inflation plus tard, ont opté pour un point avec une fourchette de tolérance. Cinq banques centrales (Hongrie, Islande, Norvège, Suède<sup>142</sup> et

---

<sup>142</sup> La Suède a abaissé les bandes de tolérance autour de son objectif de points en 2010.

Royaume-Uni<sup>143</sup>) ont des points-cibles simples, tandis que les cinq autres pays ont une fourchette cible.

Tableau n°3.3 : Indépendance et prise de décisions des comités de politiques monétaires

| Pays             | Composition du CPM |                  |                 | Indépendance institutionnelle |                        | Ciblage de l'inflation  |                    |
|------------------|--------------------|------------------|-----------------|-------------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------|
|                  | Nombre des membres | Membres externes | Réunions par an | Mandat du gouverneur (années) | Prise de décision      | Horizon                 | mesure de la cible |
| Afrique du Sud   | 7                  | non              | 6               | 5                             | Consensus              | Sur une base continue   | IPC                |
| Arménie          | 7                  | non              | 12              | 6                             | Vote                   | Moyen terme             | IPC                |
| Australie        | 9                  | 6                | 11              | 7                             | Consensus              | Moyen terme             | IPC                |
| Brésil           | 8                  | non              | 8               | Non fixée                     | vote                   | Ciblage annuel          | IPC                |
| Canada           | 6                  | non              | 8               | 7                             | Consensus              | 6-8 trimestres          | IPC                |
| Chili            | 5                  | non              | 12              | 5                             | vote                   | Environ 2 ans           | IPC                |
| Colombie         | 7                  | non              | 12              | 4                             | vote                   | Moyen terme             | IPC                |
| Coré du Sud      | 7                  | 5                | 12              | 4                             | vote                   | Trois ans               | IPC                |
| Ghana            | 7                  | 2                | 6               | 4                             | Consensus              | 18-24 mois              | IPC                |
| Guatemala        | 8                  | 7                | 8               | 4                             | vote                   | Fin d'année             | IPC                |
| Hongrie          | 5 à 9              | 4                | 12              | 6                             | vote                   | Moyen terme             | IPC                |
| Indonésie        | 6 à 9              | non              | 12              | 5                             | Consensus              | Moyen terme             | IPC                |
| Islande          | 5                  | 2                | 8               | 5                             | Consensus si non vote  | En moyenne              | IPC                |
| Mexique          | 5                  | non              | 8               | 6                             | Consensus              | Moyen terme             | IPC                |
| Norvège          | 7                  | 5                | 6               | 6                             | Consensus              | Moyen terme             | IPC                |
| Nouvelle-Zélande | Gouverneur         | n/d              | 8               | 5                             | Décision du gouverneur | Moyen terme             | IPC                |
| Pérou            | 7                  | non              | 12              | Terme du parlement            | vote                   | Tout le temps           | IPC                |
| Philippines      | 7                  | non              | 8               | 6                             | vote                   | Moyen terme depuis 2012 | IPC                |
| Pologne          | 10                 | 9                | 12              | 6                             | vote                   | Moyen terme             | IPC                |
| Rép. Tchèque     | 7                  | non              | 8               | 6                             | vote                   | Moyen terme, 12-18 mois | IPC                |
| Roumanie         | 9                  | 5                | 8               | 5                             | vote                   | Moyen terme depuis 2013 | IPC                |
| Royaume-Uni      | 9                  | 4                | 12              | 5                             | vote                   | Tout le temps           | IPC                |
| Serbie           | 5                  | non              | 12              | 6                             | vote                   | Moyen terme             |                    |
| Suède            | 6                  | non              | 6               | 6                             | vote                   | Deux ans                | IPC                |
| Thaïlande        | 7                  | 4                | 8               | 5                             | vote                   | Huit trimestres         | IPC                |
| Turquie          | 7                  | 1                | 12              | 5                             | vote                   | Trois ans               | IPC                |

Source : Hammond G. (2012), PP.9 et 11.

<sup>143</sup> Au Royaume-Uni, si la Banque d'Angleterre a une inflation de plus d'un point de pourcentage par rapport à son objectif, elle doit écrire une lettre ouverte. Mais il s'agit d'un mécanisme de responsabilisation et non d'une fourchette cible.

#### 1.3.4. Prise de décision dans le cadre d'un ciblage d'inflation

Dans le cadre d'une stratégie de ciblage d'inflation, le processus de prise de décision est, généralement, établie au sein d'un comité décisionnel qui se réunit régulièrement afin de déterminer les taux d'intérêt (ou autres mesures) nécessaires pour atteindre l'objectif d'inflation et les prévisions sur la base desquelles la banque centrale prend ses décisions. Lors de chaque réunion, les décisions sont publiées dans un rapport appelé «rapport sur l'inflation» (*inflation report*). Mais dans la pratique, il existe d'autres formes et variantes par rapport à ce modèle de décision.

Généralement, les banques centrales ciblant l'inflation ont tendance à prendre des décisions par des comités de décisions connus sous le nom de comité de politique monétaire (CPM). La raison d'être d'un CPM distinct est généralement de déléguer la décision de politique monétaire à des experts. D'une manière générale, dans certains pays la décision de politique générale est prise par le conseil d'administration de la banque centrale et dans d'autres pays, c'est le CPM qui décide des taux d'intérêt. Par exemple, au Royaume-Uni, la loi exige que tous les membres du CPM soient nommés sur la base de leurs expériences ou de leurs compétences en matière de politique monétaire. Dans certains pays, tels que l'Arménie et les Philippines, un CPM interne ou un comité consultatif d'experts techniques émet des recommandations à l'intention du conseil, qui est officiellement responsable des décisions de politique monétaire [Hammond G. (2012)].

Quant à la taille et à la composition du comité décisionnel, d'après le tableau n°3.3 on remarque que celui-ci est composé en moyenne de sept personnes, ce qui ne semble pas être lié à la taille de l'économie. Globalement, il n'y a pas de tendance claire dans la composition du conseil d'administration ou du CPM, certains comités étant composés de représentants de la banque centrale, et de personnes nommées à l'extérieur. Dans certains cas, le gouvernement est représenté à l'organe de décision, dans d'autres un membre du gouvernement assiste en tant qu'observateur sans droit de vote.

De plus, la lecture du tableau n°3.3, nous enseigne sur différents points les aspects de la prise de décision au sein de quelques banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation. Ainsi, la grande majorité des banques centrales déterminent la politique monétaire par un vote à la majorité plutôt que d'arriver à une décision consensuelle. Par contre, d'autres parviennent à une décision consensuelle et exceptionnellement en Nouvelle-Zélande le gouverneur est le seul décideur.

Quant à la fréquence de la prise de décision, la plupart des organes de décision se réunissent 8 à 12 fois par an. Les réunions mensuelles sont courantes et correspondent bien à la publication mensuelle des données. En temps normal, des réunions semestrielles suffisent généralement pour tenir compte de l'actualité. Dans des cas exceptionnels, le CPM peut se réunir plus souvent. Pour ce qui est de la durée du mandat du gouverneur de la banque centrale, elle s'étend sur le court terme ce qui coïncide avec la durée exigée pour l'atteinte de l'objectif ciblé de l'inflation. Cependant, on signale qu'il n'est pas rare que la durée du mandat du gouverneur diffère de celui des membres du CPM. Ainsi, dans certains pays le gouverneur et les autres dirigeants sont nommés pour une durée identique, dans d'autres pays le gouverneur a un mandat : soit plus long soit plus court que le reste des membres du CPM. De plus, dans certains pays le mandat du gouverneur est en général renouvelable, alors que celui des membres, en général, ne l'est pas.

### 1.3.5. Responsabilité et transparence

Selon Dincer et Eichengreen (2014), un degré élevé de transparence est essentiel pour les banques centrales modernes et ce pour des raisons : de légitimité politique, de responsabilité et d'efficacité de la conduite de la politique monétaire.

De fait, étudiant une sélection de 94 banques centrales dans le monde, Fry et al. (2000) signalent que 74% des banques centrales considèrent la transparence comme un élément «très important» de leur cadre de politique monétaire. Pour sa part, Blinder (2000) estime que la transparence est un facteur très important pour l'établissement ou le maintien de la crédibilité. Ce type de résultats sont confirmés par les données de transparence publiées par Dincer et Eichengreen (2014) pour 2010: la transparence est plus élevée dans les banques centrales pratiquant le ciblage de l'inflation. (tableau 3.4). En fait, sur les 120 banques centrales étudiées, les sept les plus transparentes au monde sont celles qui pratiquent le ciblage de l'inflation. De même, celles des pays émergents ou en développement se classent parmi les trente les plus transparentes. A cet effet, les mécanismes de la transparence obligent la banque centrale à rendre compte de sa conduite de la politique monétaire et être responsable de sa gestion monétaire. Généralement, dans le cadre du ciblage de l'inflation, les rôles des intervenants dans l'élaboration et la conduite de la politique monétaire sont définis clairement par des lois. Ainsi, les rôles du gouverneur, du ministre des Finances et celui du CPM sont établis dans le cadre de l'accord sur les objectifs stratégiques. Le rôle du CPM consiste notamment à surveiller le rôle du gouverneur, qui est officiellement tenu responsable de la conduite de la politique monétaire. Par

ailleurs, il existe, dans de nombreux pays, d'autres formes spécifiques de responsabilité devant le parlement notamment les lettres ouvertes et les auditions parlementaires.

La première forme, consiste en une lettre adressée au gouvernement par le gouverneur de la banque centrale au nom du CPM dans le cas où l'inflation n'atteindrait pas la cible d'inflation d'un montant prédéfini. Dans cette lettre, le gouverneur est généralement amenée à expliquer pourquoi l'inflation n'a pas été atteinte, quelle mesure la banque centrale prend pour ramener l'inflation à la cible et quand cela devrait se produire. Ainsi, la lettre ouverte est conçue pour faire partie du processus de communication et de responsabilité. Quant aux audiences parlementaires, elles constituent un autre mécanisme important de responsabilisation. La banque centrale, représentée par son gouverneur comparaît devant le parlement pour témoigner et expliquer comment de la politique monétaire a été conduite et quels sont les résultats obtenus. D'après le tableau n°3.4, tous les pays industrialisés, mais seulement la moitié des pays émergents ont une forme d'audience parlementaire.

Tableau n°3.4: Responsabilité et Transparence des banques centrales

| Pays             | Formes de Responsabilité |                        | Responsabilité publique |     |          |                       | Indice de transparence |
|------------------|--------------------------|------------------------|-------------------------|-----|----------|-----------------------|------------------------|
|                  | Lettre ouverte           | Audition parlementaire | Communication           |     | Minutes  |                       |                        |
|                  |                          |                        | Support                 | R I |          | Fréquences            |                        |
| Arménie          | non                      | Oui annuelle           | PR                      | oui | 4        | Oui dans les 10 jours | 21                     |
| Australie        | non                      | Oui deux/an            | annonce                 | oui | 4        | Oui après 2 semaines  | 7                      |
| Brésil           | oui                      | Oui six/an             | cp+cop sur RI           | oui | 4        | Oui après 8 jours     | 21                     |
| Canada           | non                      | Oui deux/an            | cp+cop sur RI           | oui | 4        | non                   | 7                      |
| Chili            | non                      | Oui quatre/an          | cop                     | oui | 4        | Oui après 2 semaines  | 21                     |
| Colombie         | non                      | Oui deux/an            | cp, cop sur RI          | oui | 4        | Oui après 2 semaines  | 34                     |
| Rép. Tchèque     | non                      | Non (rapport)          | cp, cop sur RI          | oui | 4        | Oui après 8 jours     | 4                      |
| Ghana            | non                      | non                    | cop +cp                 | oui | 4 à 6    | non                   | 34                     |
| Guatemala        | non                      | Oui deux/an            | cop +cp                 | oui | 3        | Oui après 4 semaines  | 34                     |
| Hongrie          | non                      | Oui un/an              | cp                      | oui | 4        | oui                   | 3                      |
| Islande          | oui                      | Oui deux/an            | cop +cp                 | oui | 2 plus 2 | oui                   | 11                     |
| Indonésie        | non                      | non                    | cop                     | oui | 4        | non                   | 17                     |
| Mexique          | non                      | Oui non réguler        | cop                     | oui | 4        | Oui après 2 semaines  | 43                     |
| Nouvelle-Zélande | autre                    | Oui quatre/an          | Cop, cp sur RI          | oui | 4        | non                   | 2                      |
| Norvège          | non                      | oui                    | cop +cp                 | oui | 3        | non                   | 14                     |
| Pérou            | non                      | Oui un/an              | Téléconférence          | oui | 4        | non                   | 21                     |
| Philippines      | oui                      | non                    | cop +cp                 | oui | 4        | Oui après 4 semaines  | 14                     |
| Pologne          | non                      | Non (a)                | cop +cp                 | oui | 4        | Oui après 3 semaines  | 17                     |
| Roumanie         | non                      | non                    | cop +cp sur RI          | oui | 4        | non                   | 30                     |
| Serbie           | oui                      | Non (b)                | cop +cp                 | oui | 4        | non                   | n d                    |
| Afrique du Sud   | non                      | Oui tous les 3 an      | cop +cp                 | oui | 2        | non                   | 21                     |
| Coré du Sud      | non                      | oui                    | cop +cp                 | oui | 2        | Oui après 6 semaines  | 21                     |
| Suède            | non                      | Oui deux/an            | cop                     | oui | 3 plus 3 | Oui après 2 semaines  | 1                      |
| Thaïlande        | oui                      | non                    | cop +cp                 | oui | 4        | Oui après 2 semaines  | 17                     |
| Turquie          | oui                      | Oui deux/an            | cop                     | oui | 4        | oui                   | 14                     |
| UK               | oui                      | Oui trois/an           | cop +cp sur RI          | oui | 4        | Oui après 2 semaines  | 4                      |

Source : Hammond G. (2012), P. 14 et Dincer et Eichengreen (2014). Note : RI : rapport d'inflation ; CP : conférence de presse ; COP : communiqué de presse (a) : rapport du gouverneur à la chambre basse une fois par an sur la politique monétaire de l'année précédente. (b) : présentation par le gouverneur d'un rapport à l'assemblée nationale. N.B : Les classements de la transparence sont tirés de : Dincer et d'Eichengreen (2014) concernent 120 pays.

D'après le tableau n°3.4, on constate que les lettres ouvertes et les auditions parlementaires sont les principales formes de responsabilité devant le parlement. Il existe également des mécanismes de responsabilité qui obligent le gouverneur ou le CPM à rendre des comptes au conseil d'administration de la banque centrale, laquelle rend compte après tout au public. La responsabilité publique est généralement obtenue par le biais de publications et par une stratégie de communication plus large. Ainsi, la lecture du tableau n°4 nous permet de dire qu'une grande majorité des banques centrales communiquent sur leurs stratégies du ciblage de l'inflation à l'issue de chaque réunion CPM et ce à travers des conférences de presse suivies de



communiqués de presse concernant le rapport sur l'inflation. Quant à la fréquence des auditions parlementaires, d'une manière générale, elles se font tous les deux ans pour la plupart des banques centrales. A cet égard, Parent et al. (2003), soulignent que l'instauration d'un calendrier de dates préétablies pour l'annonce des taux directeurs a rendu plus prévisibles les décisions de la Banque du Canada et a permis aux marchés financiers de mieux comprendre la politique monétaire canadienne<sup>144</sup>.

Nous concluons de ces éléments que les banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation présentent et respectent les normes les plus élevées au monde en matière de transparence et de responsabilité.

Pour approfondir l'analyse exhaustive, menée tout au long de cette section, nous proposons, dans la section suivante, de mener une étude empirique dont le but est de comparer la performance macroéconomique, en termes d'inflation; de croissance et de leurs volatilités, entre les pays cibles d'inflation et ceux pratiquant d'autres régimes monétaires.

---

<sup>144</sup> Muller et Zelmer (1999) en viennent à des conclusions semblables à propos du lancement du Rapport sur la politique monétaire par la Banque du Canada en 1995.

## Section 2 : Performance du ciblage d'inflation : une évaluation empirique

### Introduction

Globalement, l'un des défis auquel la macroéconomie moderne est confrontée consiste en l'identification de l'impact des chocs de la politique monétaire sur l'économie au fil du temps. La littérature économique des dernières années semble être anonyme sur le fait que l'économie mondiale a subi des chocs exogènes transitoires ou durables d'une brutalité considérable et des événements qui se sont installés durablement tels que : la libéralisation des marchés financiers, la baisse de la volatilité de la production et la persistance d'une inflation basse [Kim et Nelson (1999); McConnell et Perez-Quiros (2000) et Stock et Watson, (2002)]. Face à ces événements, la conduite de la politique monétaire a également changé. En revanche, son objectif reste toujours le même, c'est le maintien de la stabilité des prix tout en assurant la croissance de la production. Ainsi, l'importance accordée par les banquiers centraux à cette stabilité des prix paraît justifiée à la lumière de l'expérience historique. A cet effet, les défis empiriques mesurant l'impact de la politique monétaire, d'une manière générale, sur l'activité économique ont considérablement évolué. Il n'est pas surprenant qu'il existe actuellement une vaste littérature empirique qui cherche à identifier les mécanismes de transmission de la politique monétaire avec des résultats contradictoires. Par exemple, Boivin et Giannoni (2006b), Cogley et Sargent (2001, 2005) et Clarida et Gertler (2000) plaident en faveur d'un scénario de «bonne politique», où la politique monétaire est devenue plus agressive pour assurer la stabilisation des chocs sur les prix et l'activité globale. C'est précisément dans ce contexte, que le ciblage de l'inflation a connu un succès considérable. Dans le même temps, une série de travaux empiriques ont montré la supériorité de cette stratégie en matière de maîtrise de l'inflation, de sa volatilité et de la croissance économique ainsi qu'un renforcement de la crédibilité de l'autorité monétaire surtout dans le cas des pays émergents et en développement [par exemple voir : Ball et Sheridan (2003), Batini et Laxton (2007), Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007), Thornton (2009), Roger (2009), Walsh (2009), Svensson (2010), Lin et Ye (2009) et Lin (2010) ou Hammond (2012)] pour ne citer qu'une partie d'une large revue de littérature très riche consacrée à ce sujet. Le point commun de ces travaux est une tentative de mesurer les effets du ciblage d'inflation sur la performance économique des pays pratiquant cette stratégie.

Le principal enjeu théorique des travaux sur le ciblage d'inflation était et reste sa modélisation, bien qu'ils soient d'origine empirique, pour dégager et mesurer son rôle dans la performance économique et celle des banques centrales. Quoi que d'autres contributions aient déjà recensé les performances économiques du ciblage de l'inflation et celles des banques

centrales en général, tant sur le plan analytique qu'empirique<sup>145</sup>, nous nous focalisons sur l'évolution de la modélisation empirique de la performance économique de ce régime et son succès. A cet égard, nous signalons que les travaux de Bousrih J. (2011), Sayari Z. (2013), Fekir H. et Boulenouar B. (2015), Aguir A. (2016) et Ftiti et al. (2016) constituent sans nul doute nos références les plus proches, tant sur l'objet d'étude – performance macroéconomique des pays pratiquant le ciblage de l'inflation – que sur la méthode – utilisation d'un modèle empirique basé sur la méthode de double différence utilisée au départ par Ball et Sheridan (2003)<sup>146</sup>. Ce modèle illustre la manière dont le ciblage de l'inflation impact la dynamique des variables économique qui mesurent la performance économique relative d'une banque centrale pratiquant cette stratégie de politique monétaire par rapport à celle qui a choisi un autre régime monétaire. Au final, ce modèle apporte sur ce point une contribution notable.

Comme pour toute étude de recherche empirique quantitative, il est primordial de fournir une grille de lecture de la littérature de l'évolution de la modélisation économétrique du ciblage de l'inflation (2.1). Ensuite, afin de spécifier le modèle utilisé pour mesurer la performance économique du ciblage, nous présenterons la méthodologie économétrique qui sera appliquée à notre échantillon d'étude (2.2). Par la suite, nous détaillons la méthode d'estimation utilisée à cet effet (2.3). Enfin, nous exposerons les résultats obtenus et leurs interprétations (2.4).

## 2.1. La modélisation économétrique du ciblage d'inflation : une revue de la littérature

Comme mentionné précédemment, la littérature empirique sur le ciblage d'inflation utilise une modélisation simple basée sur la règle de conduite de la politique monétaire. A cet effet, la littérature économique classe les règles de politique monétaire en deux groupes: les règles d'instrument (instrument rules) et les règles d'objectif (targeting rules) [par exemple : Svensson L. (1997), Rudebusch D. et Svensson L. (1998)]<sup>147</sup>. La règle de conduite du ciblage d'inflation s'inscrit dans le cadre du deuxième groupe. Essentiellement, une règle d'objectif vise à minimiser, dans une fonction de perte, l'écart entre le niveau anticipé de la variable cible et le niveau objectif de la dite variable. L'objectif ici peut être soit un objectif final, soit un objectif intermédiaire. Dans le cadre de la politique monétaire, l'autorité monétaire devient explicitement

---

<sup>145</sup> Voir par exemple : Choi et al. (2003), Ball et Sheridan (2003), Wu (2004), Levin et al. (2004), Kontonikas (2004), Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007), ou plus récemment celles de : Willard (2012), Hammond G. (2012), Salle I. (2013), Fekir H. et Boulenouar B. (2015) et Ftiti Z. et al. (2016)

<sup>146</sup> Ce modèle a été utilisé par Batini et Laxton (2007) et par Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007). Ces travaux nous serviront ensuite de fil conducteur pour développer notre analyse.

<sup>147</sup> Les différences entre les types de règles ont été exposées au cours des analyses du chapitre 1 de notre travail.

chargée d'assurer l'équilibre entre la stabilité des prix et le bien être de la société. Cet équilibre passe par la comparaison entre l'objectif d'inflation future et le taux d'inflation prévu. A cet effet, l'action de la banque centrale consiste à limiter la déviation des prévisions d'inflation par rapport à la cible (Svensson L. 1999).

A partir de notre grille de lecture de la littérature de la modélisation économétrique du ciblage d'inflation, nous avons opté pour l'adoption du classement et de la chronologie effectuée par Salle I. (2013). L'auteur classe les principales contributions de l'évolution de cette modélisation en deux vagues successives. La première, d'inspiration dite Nouveau Keynésien, a trait à des modélisations du ciblage d'inflation en tant que dispositif d'engagement sur une règle permettant la responsabilisation des autorités monétaires à travers leur indépendance. La deuxième a été guidée par l'introduction des considérations générales sur les effets potentiels directs du ciblage d'inflation sur la performance économique. Cette approche accorde une place importante à l'asymétrie d'informations entre le public et la banque centrale. Ainsi, à travers cette asymétrie d'information, la banque centrale peut influencer les anticipations des agents par la transparence véhiculée par une communication<sup>148</sup>.

Dans le cadre précis de la politique monétaire, l'utilisation des règles à pour ambition de permettre à la banque centrale de réaliser une meilleure performance économique. Quant à l'évaluation ex post des déterminants des décisions de la banque centrale dans la conduite de la politique monétaire, elle est réalisée à travers une fonction de réaction. En fusionnant ces deux approches, on peut obtenir une forme générale du modèle du ciblage d'inflation<sup>149</sup>, qui le décrit comme une règle de politique monétaire – ou fonction de réaction – qui permet de fixer le taux d'intérêt nominal en fonction de l'écart du taux d'inflation courant par rapport à sa cible. En pratique, le ciblage d'inflation est dit flexible (au sens de Svensson (1997a)) car la fonction de réaction tient aussi compte de l'activité économique. Enfin, cette approche permet l'élaboration d'une règle d'évaluation de la politique monétaire et la règle proposée est celle de Taylor J. qui prend en compte non seulement l'écart d'inflation mais aussi l'écart de production. Nous pouvons souligner ici qu'elle ne néglige pas l'objectif d'activité ou d'emploi (J-P Pollin, 2002).

En raison de la simplicité de ce type de règles, les recherches consacrées à la modélisation du ciblage d'inflation se sont multipliées. Elles ont, principalement, consisté à comparer les performances des banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation avec celles qui

---

<sup>148</sup> La problématique essentielle des différents modèles des deux vagues est synthétisée par Salle I. (2015) dans l'annexe 1.

<sup>149</sup> A l'instar de celle formulée dans le cadre de nos analyses de la deuxième section du deuxième chapitre.

ont choisi d'autres régimes. Ainsi, le fait de suivre une règle simple permet de minimiser le risque d'adopter une mauvaise stratégie.

Une définition plus exigeante du ciblage d'inflation requiert que la règle soit optimale, dans le sens où elle fixe le taux d'intérêt de manière à minimiser une fonction de perte de la banque centrale. C'est l'interprétation retenue par Svensson (1997a, 1999). Dans un modèle macroéconométrique, Rudebusch et Svensson (1999) montrent que, sur un plan empirique, ce type de règles traduit de manière satisfaisante la politique des banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation. En suivant les développements des travaux de Salle I. (2013), qui suppose que la banque centrale cherche à minimiser une fonction de perte intertemporelle de la forme :

$$E_t \sum_{T=t}^{\infty} \delta^{T-t} L_{\lambda} (\pi_T, x_T) \quad (3.1)$$

Où  $\delta \in ]0, 1[$  est un facteur d'actualisation et la fonction de perte de chaque période, dont les arguments sont l'inflation ( $\pi_T$ ) et la production ( $x_T$ ), peut s'écrire :

$$L_{\lambda} (\pi_T, x_T) = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi^T)^2 + \lambda x_t^2] \quad (3.2)$$

Avec  $\pi_t$  le taux d'inflation courant et  $\pi^T$  sa cible à la période T.

Où  $\lambda \geq 0$  est le poids relatif placé sur la stabilisation de l'écart de production par rapport à celui placé sur la stabilisation de l'écart de l'inflation à sa cible. Svensson (1997a) retient une forme très simple du modèle de l'économie :

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha_1 x_t + \eta_{t+1} \quad (3.3)$$

$$x_{t+1} = \beta_1 x_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (3.4)$$

$\alpha_1, \beta_1, \beta_2 \geq 0$ , et  $\eta, \varepsilon$  des chocs. La condition de premier ordre résultant de la minimisation de (3.2) sous la contrainte de (3.4) s'écrit :

$$E_t (\pi_{t+2}) - \pi^T = c(\lambda) [E_t (\pi_{t+1}) - \pi^T] \quad (3.5)$$

Avec  $c(\lambda)$  un coefficient positif, croissant par rapport à  $(\lambda)$ ,  $c(0) = 0$  et  $\lim_{\lambda \rightarrow +\infty} c(\lambda) = 1$ .

L'équation (3.5) indique l'écart anticipé par la banque centrale en  $t+2$  entre l'inflation et sa cible et qui est une fraction  $c(\lambda) < 1$  de l'écart anticipé pour  $t+1$ . Le retour de l'inflation anticipée à la cible est alors graduel : plus la banque centrale se préoccupe de l'activité ( $\lambda$  élevé), plus longue est la période pendant laquelle l'inflation anticipée dévie de la cible. Dans le cas où la banque centrale ne cible que l'inflation ( $\lambda = 0$ ), on parle alors de ciblage strict de l'inflation au sens de Svensson (1997a), et l'inflation anticipée est en permanence égale à la cible. D'après cette formulation, les anticipations de la banque centrale jouent le rôle d'objectif intermédiaire.

Svensson (1997a) parle de ciblage prévisionnel. L'équation (3.5) représente une règle dite optimale – ou d'objectif – et caractérise un régime de ciblage d'inflation [Svensson (1997a, 1999, 2003), Clarida et al. (1999)]. Cette formulation ne requiert pas que la banque centrale puisse s'engager au préalable sur la règle.

Au final, la conclusion qui se dégage de la littérature de la modélisation du ciblage d'inflation en tant que règle peut être discutée à plusieurs égards<sup>150</sup>. Toutefois, le renouveau de cette modélisation stipule que la banque centrale pratiquant ce régime pourrait influencer directement les anticipations du public, en particulier leurs anticipations d'inflation en rendant sa politique compréhensible et prévisible auprès des agents et par ricochet, les résultats macroéconomiques de la politique menée. On parle, alors, du canal des anticipations de la politique monétaire Woodford (2005) en lui donnant un caractère prospectif. Cette nouvelle approche qui a gagné du train avec les travaux de [Hellwig (2002), Walsh (2006), Svensson (2008), Boivin (2011)] souligne que la banque centrale peut influencer l'ensemble des informations que détiennent les agents à travers une communication transparente et par là leurs anticipations des taux d'intérêt futurs, de l'inflation et de l'économie réelle. Ainsi, ces anticipations exercent, en retour, un effet sur l'économie et c'est par cet effet que la banque centrale peut aussi influencer l'économie. Selon Salle I. (2013), un modèle Nouveau Keynésien de base permet d'illustrer l'importance de ce mécanisme. Ce type de modèle met en avant le fait que l'écart de production est déterminé par une courbe IS prospective qui décrit une relation inverse entre la production agrégée et le taux d'intérêt réel ex ante et qui prend la forme d'une règle prospective proposée par Clarida et al. (1999) que nous avons développé dans nos analyses de la section 2 du deuxième chapitre (équation 2.3).

Ainsi, le taux d'inflation courant dépend alors, non seulement, de l'anticipation d'inflation à (T) périodes, mais aussi des anticipations de l'écart de production sur les (T) prochaines périodes qui dépendent elles mêmes du sentier anticipé du taux d'intérêt réel entre (t) et (T). Selon Salle I. (2013), cette forme d'équation montre un point central de la conduite de la politique monétaire: alors que la banque centrale fixe le taux d'intérêt au jour le jour, les décisions économiques des agents qui influencent la demande (épargne, investissement) et donc l'inflation dépendent des taux d'intérêt à un horizon plus lointain. A cet égard, l'auteur signale que le modèle peut être clos par une règle de taux d'intérêt du type (2.2) exposée au chapitre 2. En suite, l'auteur suppose que : (i) si l'environnement économique est stable ; (ii) si la banque

---

<sup>150</sup> Pour revue de littérature détaillée voir par exemple : Bernanke et al. (1999), Walsh (2003b), Woodford (2005) et Roger (2009) entre autres.

centrale est engagée de manière crédible sur la règle de politique monétaire du type (2.1) [chapitre 2] et (iii) si les anticipations des agents sont rationnelles au sens de Muth (1961), c'est-à-dire cohérentes avec le modèle de l'économie, la transparence de la banque centrale ne joue aucun rôle économique. Ainsi, comme le stipule Woodford (2005) le public pourrait déduire la règle de la banque centrale et prédire les futurs taux d'intérêt en fonction des données économiques observées à chaque période. Enfin, Salle I. (2013) signale le réalisme des hypothèses précédentes et ce à cause du rôle potentiellement important de la communication de la banque centrale qui se traduit par les trois facteurs suivants : (i) la non-stationnarité du modèle de l'économie et l'apprentissage qui en découle, peuvent être aggravés par la non-rationalité des anticipations ;(ii) l'asymétrie d'informations entre le public et les autorités monétaires et (iii) la non crédibilité de la banque centrale.

Néanmoins, plusieurs travaux contrebalancent ces conclusions. Il semblerait que la fourniture d'informations publiques soit coûteuse en termes de bien-être seulement à deux conditions : (i) si l'information publique est très imprécise en comparaison de l'information privée dont disposent les agents [Woodford (2005), Svensson (2007) entre autres] ou (ii) si les agents privés ne sont pas capables d'évaluer correctement l'effet du bruit dans l'information publique [Dale et al. (2011)]. La condition (i) est peu vraisemblable dans le contexte de la conduite de la politique monétaire. Par exemple, Romer D. et Romer C. (2000) ont montré que les banques centrales disposent en général d'informations plus précises que le public. La condition (ii) plaide plus pour l'amélioration de la qualité de la communication de la banque centrale [Salle I. (2013)].

Au final, on peut dire que depuis la synthèse fondamentale des premiers travaux empiriques sur le ciblage d'inflation développés par Svensson (1997 a) Ball L. (1998) et ceux de Ball L. et Sheridan (2003) et Choi et al. (2003), la mesure de l'impact du ciblage d'inflation sur la performance économique des économies, en générale ou celle des banques centrales, a fait l'objet de nombreux travaux empiriques. Leurs objectifs est d'identifier, de chiffrer et de déterminer la date de rupture structurelle de la dynamique d'inflation. Leur postulat théorique essentiel est d'assurer que cette stratégie de politique monétaire a un impact sur les performances macroéconomiques des pays qui l'ont adopté. La lecture de cette littérature, nous permet de classer le socle empirique des travaux économétriques en trois grandes catégories : ceux utilisant des techniques des séries temporelles, ceux de l'économétrie des données de panel et ceux utilisant l'approche des doubles différences<sup>151</sup>. Le fait marquant qui se dégage de ces travaux,

---

<sup>151</sup> Pour revue de littérature plus détaillé voir, à titre d'exemple, Ftiti Z. et al. (2016) ainsi que Salle I. (2015).

que se soit au niveau individuel ou celui de groupe, c'est qu'ils s'accordent à confirmer l'existence d'un impact positif et parfois significatif de l'adoption du ciblage d'inflation sur les performances macroéconomiques des économies développées, émergentes et en développement.

Dans ce sens, les résultats de l'étude de Choi et al. (2003) partant sur l'effet macroéconomique de la politique du ciblage d'inflation sur la dynamique d'inflation, dans le contexte néo-zélandais, identifient une rupture structurelle au trimestre suivant la date de l'annonce officielle de l'adoption du ciblage d'inflation et qu'à partir de cette date l'inflation est devenue plus stable ce qui a conduit les auteurs à la considérer comme le point de rupture définitif de la dynamique de l'inflation. Dans le même sens, Kontonikas (2004) dans le cas de l'Angleterre en utilisant un autre type de modèle montre, d'une part, qu'à partir de 1992 date d'adoption du ciblage d'inflation en Angleterre, l'inflation est devenue faible et moins volatile et d'autre part, que cette stratégie de politique monétaire exerce un impact négatif direct sur l'incertitude de long terme. Pour sa part, Genc et al. (2007) estiment l'inflation durant la période de ciblage à travers des modélisations de type autorégressive (ARMA) pour quatre pays (la Nouvelle-Zélande, le Canada, l'Angleterre et la Suède). Les auteurs montrent que, sur le plan empirique, ce type de modèle ne permet pas de traduire l'effet de l'inflation anticipée sur la dynamique de l'inflation observée ce qui ne plaide pas en faveur de l'existence d'un point de rupture dans cette dernière.

Dans une étude plus globale, Gosselin M-A (2008) s'intéresse à l'étude de données portant sur un groupe de 21 pays pratiquant le ciblage d'inflation, sur la période allant du premier trimestre de 1990 au deuxième trimestre de 2007, met en évidence des disparités notables entre les banques centrales quant au respect de leurs cibles respectives. A cet effet, il avance comme explication à ces écarts observés un certain nombre d'éléments à savoir: (i) les mouvements de change, (ii) les déficits des finances publiques et (iii) des niveaux de développement différents du secteur financier. Plus récemment, Ftiti et Hichri (2014) se sont intéressés à l'étude de la question de l'efficacité de la politique du ciblage d'inflation pour quatre pays industrialisés (Angleterre, Canada, Nouvelle-Zélande, et la Suède). Les auteurs ont mobilisé une analyse fréquentielle basée sur l'approche spectrale évolutive pour modéliser l'inflation et sa dynamique. Les résultats plaident en faveur de l'efficacité de la stratégie du ciblage d'inflation en matière de stabilité des prix.



Pour les travaux qui se sont intéressés à des études sur données de panel en utilisant la technique de double différence ou autres<sup>152</sup>. Les résultats des estimations de certains travaux montrent l'existence d'un effet de long terme pour tous types d'échantillons mais avec des niveaux de signification qui diffèrent selon le degré de développement de l'échantillon à considérer [Pétursson (2004)]. Pour d'autres travaux, à l'instar de ceux de Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007)<sup>153</sup> constatent l'existence d'une relation négative et significative au seuil de 1% entre le ciblage d'inflation et le taux de croissance des indices des prix à la consommation. En plus, les auteurs tiennent à signaler les performances des pays émergents cibles, car à ne considérer que les pays industrialisés, cette relation devient non significative. Ainsi, ces résultats plaident en faveur des vertus du ciblage d'inflation en termes des performances économiques des pays pratiquant cette stratégie. En revanche, ce postulat a été contredit par les travaux de Lucotte (2012) qui souligne la nécessité de l'interprétation des résultats de ces études avec une certaine précaution et ce pour au moins deux raisons. La première est liée au fait d'une absence d'informations relatives à la pertinence des variables instrumentales utilisées, quant à la seconde tient à la nature de la spécification linéaire retenue pour l'équation d'instrumentation qui peut introduire un biais dans l'estimateur des doubles moindres carrés. Il est néanmoins possible de surmonter cette limite à travers l'utilisation des outils économétrique appropriés. A ce titre, Brito et Bystedt (2010) et Gemayel et al. (2011) ont eu recours à la méthode des moments généralisés sur panel dynamique sur un échantillon composé uniquement de pays émergents. Les résultats des deux études parviennent à montrer l'existence d'une relation négative et significative entre la variable binaire capturant la poursuite d'une stratégie de ciblage et le niveau d'inflation. Concernant la volatilité de l'inflation, ces deux travaux aboutissent à des résultats opposés [Ftiti et al. (2016)].

D'une manière générale, d'après la littérature économique, l'ampleur de la relation entre le ciblage d'inflation et son impact sur la stabilité et/ou la baisse de l'inflation, d'une part et la croissance économique d'autre part, varie en fonction du type de spécification économétrique, de la taille de l'ensemble de données, du nombre de pays et des périodes utilisés dans l'analyse empirique. Semblable à la relation entre croissance et inflation, l'ampleur des volatilités de la

---

<sup>152</sup> A titre d'exemple : Pétursson (2004) estime un modèle à effets fixes sur la période 1981-2002 en utilisant quatre échantillons de pays. Un premier englobe l'ensemble des pays cibles d'inflation (les vingt et un pays). Un second concerne exclusivement des pays ayant adopté le ciblage de l'inflation avant 2000. Quant au troisième, il s'intéresse à quelques pays ayant adopté cette stratégie avant 1999 et ayant un niveau d'inflation moyen en-dessous de 25%. Enfin, le quatrième englobe des pays ayant adopté le ciblage de l'inflation avant 1999 et un niveau d'inflation en-dessous de 15%.

<sup>153</sup> Sur un panel de 34 pays industrialisés et émergents dont 21 cibles d'inflation sur la période 1989-2004 en mobilisant la technique des doubles différences développée par Ball et Sheridan (2003).

croissance et de l'inflation, dans le cadre du ciblage d'inflation, est généralement considérée comme l'un des problèmes clés de cette stratégie de politique monétaire. Pour notre part, en s'appuyant sur cette littérature, nous essayerons d'illustrer empiriquement l'effet de l'adoption de cette stratégie de politique monétaire en développant notre démarche empirique. A cet effet, nous nous appuyerons sur des travaux qui se sont fondées sur l'approche de Ball et Sheridan (2003) et Batini et Laxton (2007). De surcroît, nous appliquons la technique de double différence recommandée et appliquée par plusieurs auteurs par exemple : [Sayari Z. (2013), Fekir H. et Boulenouar B. (2015) et Ftiti et al. (2016)]. Il est à noter que, cette technique est utilisée pour identifier et analyser l'effet du passage au ciblage d'inflation sur les pays qui l'ont adopté et ceux qui ne l'ont pas adopté. Ainsi, nous testerons l'influence du choix de la stratégie du ciblage d'inflation sur certains indicateurs macroéconomiques à savoir : l'inflation et la croissance économique ainsi que leurs volatilités, respectives, sur un échantillon de 31 pays dont des pays cibles d'inflation et d'autres qui adoptent d'autres régimes monétaires. A cet effet, nous discuterons d'abord de la méthodologie économétrique, puis du jeu de données et enfin, nous présenterons les résultats de nos estimations.

## 2.2. Méthodologie économétrique

Les modèles standards utilisés pour mesurer la performance économique du ciblage d'inflation sont de type double différence<sup>154</sup> « *difference in difference* ». Ces modèles font référence à une forme fonctionnelle proposée par Ball et Sheridan (2003). Dans leur version originale les auteurs ont utilisé une régression entre les pays « cross-country régression » dans le but de savoir quel facteur affecte le changement d'inflation. La formulation générale de cette approche s'écrit comme suit :

$$\Delta\pi_i = \alpha + \beta T_i + \theta\pi_i^* + \varepsilon_i \quad (3.6)$$

Avec :

- $i$  indicateur de pays ;
- $\Delta\pi_i = \pi_{i,t} - \pi_{i,t-1}$ , traduit la variation entre l'inflation présente et l'inflation antérieure;
- $T_i$  un indicateur traduisant si le pays passe au ciblage d'inflation ou non ;

---

<sup>154</sup> Utilisés par Ashenfelter et Card (1985) pour tester l'efficacité des programmes de formation professionnelle (formation par apprentissage), dans l'insertion professionnelle des jeunes. A cet effet, une estimation de l'effet d'apprentissage est obtenue en comparant la variation des bénéfices tirés par les stagiaires entre la période de pré-formation et la période post-formation par rapport à la variation des bénéfices d'un groupe de contrôle au cours de la même période. L'estimateur difference-in-difference fournit ainsi une estimation non biaisée de l'effet d'apprentissage.

- $\pi_i^*$  représente l'objectif d'inflation ciblé (cible visé).

Cette même approche a été employée par Batini et Laxton (2007) et Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007) pour analyser la notion de performance entre les économies qui pratiquent le ciblage d'inflation et ceux qui pratiquent d'autres régimes monétaires en utilisant une équation reformulée sous une expression en « difference-in difference ». Elle s'écrit alors sous la forme suivante :

$$X_{i,post} - X_{i,pre} = \theta_0 + \theta_1 D_i + \varepsilon_i \quad (3.7)$$

Avec  $X_{i,post}$  est la valeur de  $X_i$  du pays ( $i$ ) durant la période post-ciblage d'inflation,  $X_{i,pre}$  est la valeur durant la période pré ciblage d'inflation, et  $D_i$  est une variable indicatrice (dummy) dont la valeur est égale à (1) si le pays est cibleur d'inflation et 0 sinon. Le coefficient  $\theta_1$  mesure l'effet de la pratique du ciblage d'inflation sur la variable d'étude  $X_i$ .

Généralement, cette équation connue sous le nom de double différence permet d'examiner l'effet du ciblage d'inflation sur une variable  $X_i$  (le niveau moyen d'inflation ou de croissance économique ou autres indicateurs de performance). Dans le même sens des travaux antérieurs, la première étape de notre travail consiste à calculer la variable  $X_i$  pour chaque pays de notre échantillon. Dans une deuxième étape, pour chaque période (pré-ciblage et post-ciblage), nous calculons la valeur moyenne de  $X_i$  à la fois pour les pays cibleurs et pour les non cibleurs. Enfin, à travers ces différentes valeurs calculées nous examinons si  $X_i$  diffère entre les périodes et entre les pays pratiquant le ciblage d'inflation et les non pratiquant cette stratégie.

Selon différents travaux empiriques, la forme standard de l'approche "*difference in difference*" de l'équation (3.7) est susceptible de générer des résultats biaisés du fait qu'il s'agit d'une équation à la moyenne. Ce même problème a été soulevé par Willard (2006) et constate que ce type de problème dépend soit d'une variable d'inflation ou d'une variable qui développe le passage au ciblage d'inflation. Malgré ces critiques, la méthode des doubles différences a été relancée par les travaux de Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007) ainsi que ceux de Gonçalves et Salles (2008). A ce titre, pour Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007) le niveau de l'inflation dépend de ses valeurs passées et du chômage résiduel. Pour remédier à ce problème, les auteurs proposent d'introduire la variable  $X_{i,pre}$  dans la partie droite de la régression afin de contrôler la moyenne. Ainsi, l'introduction de  $X_{i,pre}$  dans l'équation (3.7) permet d'avoir un coefficient de la variable indicatrice ( $D_i$ ) non biaisé. En d'autres termes, le coefficient de ( $D_i$ ) renseigne sur l'effet du ciblage de l'inflation sur la performance d'une variable  $X_i$  étant donné la performance initiale. La forme de l'équation proposée est de la forme suivante :

$$X_{i,post} - X_{i,pre} = \theta_0 + \theta_1 D_i + \theta_2 X_{i,pre} + \varepsilon_i \quad (3.8)$$

Le coefficient  $\theta_1$  est interprété comme étant une mesure de l'impact du régime de ciblage d'inflation sur la variable  $X_i$  (avec  $X_i = X_{i,post} - X_{i,pre}$ ) et traduit une indication d'intérêt de performance macroéconomique (à savoir, variation en pourcentage de l'IPC ou du PIB). Ainsi, le coefficient  $\theta_1$  est la différence en moyenne de  $(X_{i,post} - X_{i,pre})$  entre les pays cibleurs et les non cibleurs. Le coefficient  $\theta_2$  mesure l'effet de long terme de la stratégie du ciblage d'inflation sur la variable  $X_i$ .

Toutefois, on signale que selon Yee C. et College S. (2017)<sup>155</sup>, l'introduction de  $X_{i,pre}$  dans la partie droite de l'équation est justifiée pour capturer la dynamique de persistance et de retour à la moyenne. La théorie économique suggère que les prix, les rendements ou les taux d'inflation finissent par revenir à la moyenne.

Selon cette nouvelle reformulation, le ciblage d'inflation permet, d'une part, une baisse de l'inflation à long terme et aussi la stabilité de sa volatilité, d'autre part. A ce titre, Ftiti et al. (2016) signalent que la valeur de la variable  $X_{i,pre}$  est considérablement différente en moyenne pour les pays cibleurs et ceux qui ne sont pas. En effet, l'inflation moyenne durant la période de pré-ciblage est plus élevée qu'après ciblage. Selon les auteurs, ce fait n'est pas surprenant : un basculement vers une politique de ciblage d'inflation est plus attractif pour les pays à mauvaises performances en vertu de leurs politiques antérieures. Entre autre, une conjoncture économique initiale défavorable durant la période pré-ciblage (mauvaise performance initiale) a tendance à disparaître suite à l'adoption du ciblage d'inflation, du fait que les performances initiales dépendent des facteurs transitoires.

### 2.3. Période et échantillon

Dans le cadre de notre travail empirique, nous estimons l'équation (3.8) pour comparer les performances économiques des pays pratiquant une stratégie de ciblage d'inflation à celles qui ont opté pour d'autres types de politiques monétaires. A cet effet, nous commençons par calculer  $(X_{i,post})$  et  $(X_{i,pre})$  pour chaque pays. Ce calcul est effectué en divisant la période du test en deux: une appelée pré-ciblage et l'autre post-ciblage. Pour chaque période, on calcule les moyennes de l'inflation et de la croissance du PIB et de leurs volatilités respectives pour chaque

---

<sup>155</sup> Yee C. et College S (2017) : Is Inflation Targeting Harmful for Economic Growth in Emerging Market and Developing Economies? Questions d'économie politique, Vol 26 (2), 2017, 284-300

groupe de pays : le premier ensemble comporte les pays pratiquant le ciblage d'inflation et le deuxième c'est celui des pays pratiquant un autre régime monétaire. Ce partage nous aide à mesurer l'effet de la variable dummy sur la performance économique mesurée en termes d'inflation et de croissance du PIB et de leurs volatilités. Afin d'effectuer cette mesure, nous procédons à une régression par la méthode de double différence à la manière de Ball et Sheridan (2003), l'une des méthodes économétriques d'évaluation de l'impact du ciblage d'inflation les plus appropriées et les plus utilisées dans les travaux empiriques pionniers qui ont testé l'efficacité relative de cette stratégie monétaire.

Toutefois, on signale que pour les pays cibles d'inflation la fin de la période pre-ciblage correspond à la date d'adoption du ciblage d'inflation et la période post-ciblage correspond à celle après cette date<sup>156</sup>. Le passage d'une période à l'autre représente le point de différenciation entre ces deux périodes ou ce qui est connu dans la littérature empirique comme la date de rupture structurelle ou encore de changement structurel de politique monétaire. Bien que difficile à déterminer, la délimitation des périodes pour les économies pratiquant d'autres régimes monétaires reste assez fastidieuse et se heurte à des critiques soulignées par certains travaux empiriques<sup>157</sup>. Pour éviter toutefois que notre choix de classification ne soit critiqué, nous appuyons sur l'approche de Ball et Sheridan (2003) et Pétursson (2004). Les auteurs proposent une approche séduisante et retiennent la date moyenne de l'ensemble des pays ciblant l'inflation, en faisant la distinction entre pays émergents et pays développés. Ainsi, dans notre cas nous retenons pour les pays développés l'année 1996 qui correspond à la moyenne des dates d'adoption du ciblage d'inflation par les pays développés de notre échantillon. Par contre, pour les pays émergents et en développement, la moyenne du groupe de notre échantillon, est l'année 2004<sup>158</sup>.

Notre échantillon est constitué de 31 pays<sup>159</sup> et contient 18 pays pratiquant le ciblage d'inflation dont neuf pays développés et neuf pays émergents et en développement. Le reste de notre échantillon contient les pays qui ont gardé d'autres régimes monétaires et constituent notre

---

<sup>156</sup> Le récapitulatif des dates de passage au ciblage d'inflation pour chaque pays est reporté dans le tableau 3.1 de la section 1.

<sup>157</sup> Pour une revue de littérature détaillée sur ce point voir Sayari Z. (2013).

<sup>158</sup> Ces dates sont calculées de la manière suivante :

➤ Pour les pays développés non cibles d'inflation, on retient la moyenne des dates d'adoption du ciblage d'inflation par les pays développés de notre échantillon : Australie (1993) + Royaume-Uni (1992) + Canada (1991) + Corée du Sud (1998) + Islande (2001) + Nouvelle-Zélande (1990) + Norvège (2001) + Suède (1993) + Suisse (2000) = 1996.

➤ Pour les pays émergents et en développement non cibles d'inflation la moyenne est la suivante : Chili (1990) + Colombie (1999) + République Dominicaine (2011) + Guatemala (2005) + Hongrie (2001) + Philippines (2002) + Thaïlande (2000) + Paraguay (2013) + Inde (2015) = 2004.

<sup>159</sup> L'intégralité de l'échantillon est reportée en annexes.

groupe de contrôle. La composition de ce groupe de contrôle est suivante : cinq pays développés et huit pays à la fois émergents et en développement. L'ensemble des données collectées concerne l'inflation mesurée par IPC et le taux de croissance du PIB sur la période 1980-2017 et portera sur des données annuelles. Les indicateurs de la performance macroéconomique, qui sont considérés en même temps comme des indicateurs de la performance des banques centrales, choisis sont les niveaux et les volatilités<sup>160</sup> de l'inflation et de la croissance du PIB respectivement. Cet ensemble est construit à partir de la base de données de FMI, en cas de rupture des séries nous avons complété notre base de données par celle de la Banque Mondiale et des banques centrales des pays concernés disponibles sur les sites Web.

Cependant, il est intéressant de signaler que les pays développés cibles d'inflation concernés par notre analyse pratiquent cette stratégie depuis au moins 10 ans et que pour certains les taux d'inflation étaient assez bien maîtrisés. Par contre, pour d'autres ces taux étaient très élevés. Ce choix permet d'éviter les problèmes qui surviennent si nous choisissons que des pays qui sont passés d'une inflation forte à une inflation faible après le ciblage d'inflation et que l'expérience des pays choisis est plus pertinente à plusieurs égards. Pour le choix des pays adoptant d'autres régimes monétaires, il reste personnel. Mais généralement, le degré de développement des économies de ces pays est jugé économiquement semblable à ceux des pays pratiquant le ciblage d'inflation.

## 2.4. Méthode d'estimation

Dans le but de faire une estimation de l'équation (3.8) sur l'échantillon de pays choisis et en données de panel, nous utilisons la méthode MCO<sup>161</sup>. Cette méthode est un procédé qui permet de tester les hypothèses portant sur la relation entre une variable dépendante,  $Y$ , et au moins deux variables indépendantes notées  $X_j$  ( il s'agit donc de variables exogènes,  $X_1$ ,  $X_2$ , etc.). Dans notre cas, pour la variable dépendante, il s'agit de la performance dont l'explication des variables indépendantes qui sont soit : l'inflation et/ou la croissance en plus de la dite variable dummy (variable d'état égale à 1 dans le cas du ciblage d'inflation est 0 si non)

Toutefois, l'application de cette méthode nécessite la vérification des hypothèses suivantes :

---

<sup>160</sup> Ces volatilité sont calculées par les écart-types par rapport à aux moyennes des indicateurs de performance.

<sup>161</sup> L'avantage de l'utilisation de cette méthode est qu'elle permet d'une part, d'exploiter les dimensions temps et pays et d'autre part, de prendre en compte l'hétérogénéité présente dans les groupes de pays constituant notre échantillon.

- H<sub>1</sub> : les variables X et Y sont observées sans erreur ; la variable X est certaine : elle prend des valeurs fixes dans l'échantillon réitérés, de sorte que X<sub>i</sub> et ε<sub>i</sub> ne sont pas corrélés ;
- H<sub>2</sub> : le terme d'erreur est de moyenne (ou d'espérance mathématique) nulle (hypothèse fondamentale)  $E(\varepsilon_i) = 0$ . Dans ce cas même avec les calculs en moyenne nous aurons un modèle bien spécifié et de moyenne nulle ;
- H<sub>3</sub> : il suit une loi de distribution normale (hypothèse de normalité) ;
- H<sub>4</sub> : sa variance est constante (hypothèse d'homoscédasticité)  $E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2, \forall i$  (pour tout i). Dans ce cas le risque d'erreur est le même quelle que soit l'intervalle de temps.
- H<sub>5</sub> : il n'y a pas de corrélation entre les termes d'erreur (hypothèse d'indépendance des diverses observations)  $E(u_i u_j) = 0$  pour  $i = j$ . Ainsi, une erreur qui se produit à l'instant t n'a aucun impact sur les erreurs suivantes,
- H<sub>6</sub> : il n'existe pas de relation linéaire exacte entre les X<sub>j</sub> (absence de colinéarité). Ainsi, les variables indépendantes n'interviennent pas dans la prévision de (ε<sub>i</sub>).

L'ensemble de ces hypothèses seront vérifiées, sur Eviews, avant l'interprétation des résultats et leurs valeurs seront fournies dans nos annexes. S'agissant des signes attendus des coefficients des variables retenues dans notre modèle, on s'attend à retrouver les signes qui sont regroupés dans le tableau 3.5. Par ailleurs, on signale que la valeur du coefficient de la variable dummy ( $\theta_1$ ) détermine l'effet de l'adoption de la stratégie du ciblage d'inflation sur les indicateurs retenus à savoir : le niveau de l'inflation, la croissance économique et leurs volatilités respectives.

Tableau 3.5 : Récapitulatif des signes attendus

|             | $Inf_t$ | $Vol Inf_t$ | $Tx PIB_t$ | $Vol PIB_t$ |
|-------------|---------|-------------|------------|-------------|
| $D_i$       | (-)     | (-)         | (+)        | (-)         |
| $X_{i,pre}$ | (-)     | (-)         | (-)        | (-)         |
| $Cste$      | (+)     | (+)         | (+)        | (+)         |

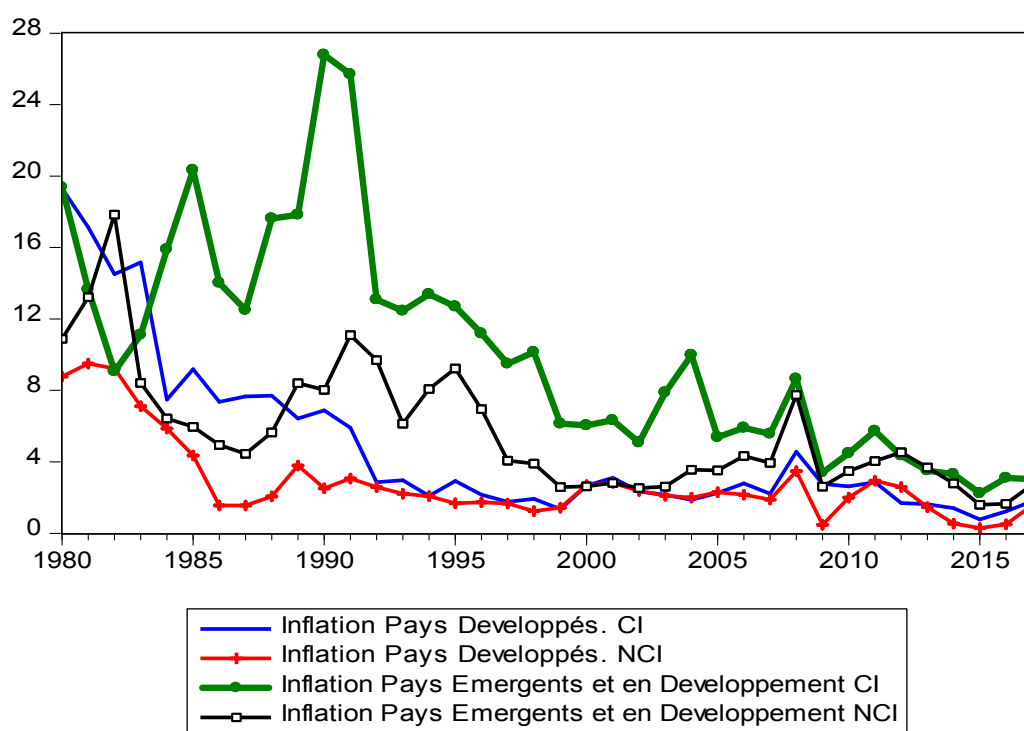
Dans l'ensemble, les relations prévues entre le ciblage d'inflation et les indicateurs de la performance sont positives car l'adoption de cette stratégie de politique monétaire se traduit par une baisse de l'inflation et de sa volatilité et celle du PIB. De même, on s'attend à une augmentation du PIB.

## 2.5. Les faits observés

L'un des faits marquants lors d'une comparaison de l'évolution des agrégats économiques entre les pays adoptant le ciblage d'inflation et ceux qui adoptent un autre régime est que ceux-ci évoluent d'une manière différente.

En matière d'évolution du taux d'inflation, la graphique 3.1 illustre l'évolution du taux d'inflation dans les pays de notre échantillon et cette l'évolution semble être différente entre les pays. A cet effet, nous remarquons que l'ensemble des pays ont enregistré une importante baisse des taux d'inflation et que les banques centrales des pays émergents et en développement cibleurs d'inflation ont réalisé, à partir du début des années 1990, des performances en matière de chute de leurs niveaux d'inflation par rapport au reste de l'échantillon et ces performances ont été maintenues même au cours des périodes de crises. Ainsi, ces pays ont vu leurs moyennes d'inflation baisser de presque de 28% à la fin des années 1980 à moins de 4% en 2017. La même observation pourrait être faite pour les banques centrales des pays développés cibleurs d'inflation qui ont pu maintenir ces performances même après la crise de 2009. Les plus bas niveaux ont été ceux des pays développés non cibleurs d'inflation qui ont parfois connues des périodes de déflation où les niveaux d'inflation étaient proches de zéro, surtout depuis 2010, et ils peinent à remonter. D'autre part, on constate qu'à partir de 2012 l'écart du taux d'inflation entre les pays cibleurs et non cibleurs commence à s'affaiblir et parfois il devient insignifiant.

Graphique 3.1 : évolution graphique du taux d'inflation dans les pays de notre échantillon

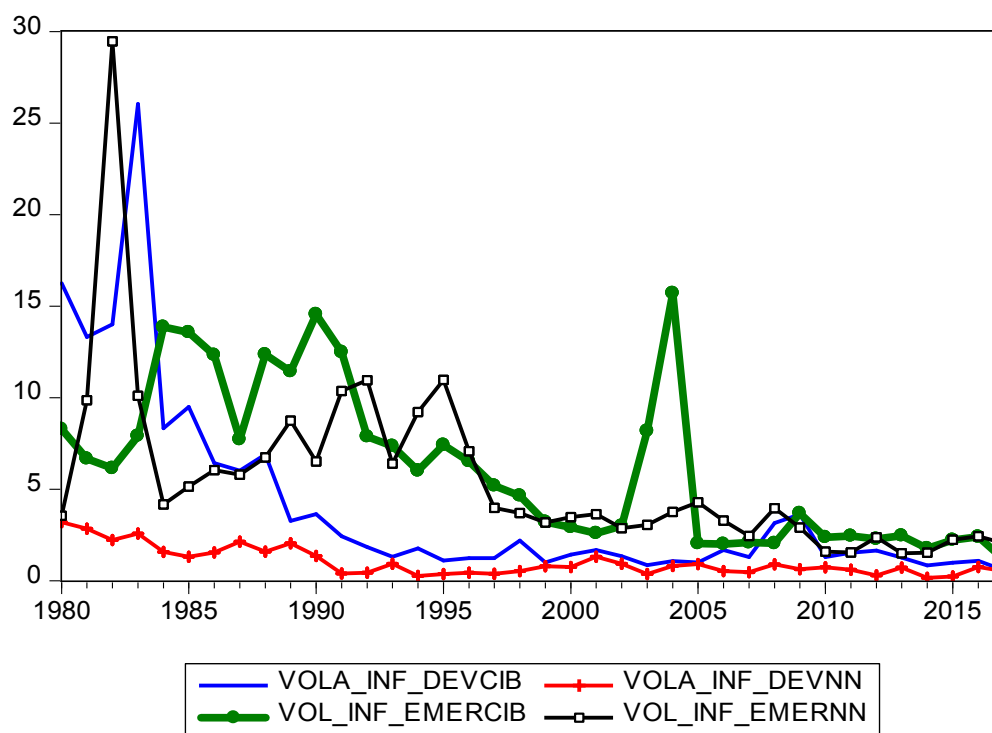




D'une manière générale, le graphique 3.1 nous renseigne, que tant dans les pays émergents et en développement que dans les pays développés, les taux d'inflation moyens après avoir mis en œuvre la stratégie du ciblage d'inflation sont inférieures au taux de la période d'avant sa pratique. De même, l'écart de fluctuation de l'inflation pendant la crise de 2009 est plus réduit dans les pays cibles d'inflation que dans les non cibles. A cet effet, on peut dire que les pays qui pratiquent cette stratégie ont réussi mieux à lutter contre l'inflation avant et après la crise.

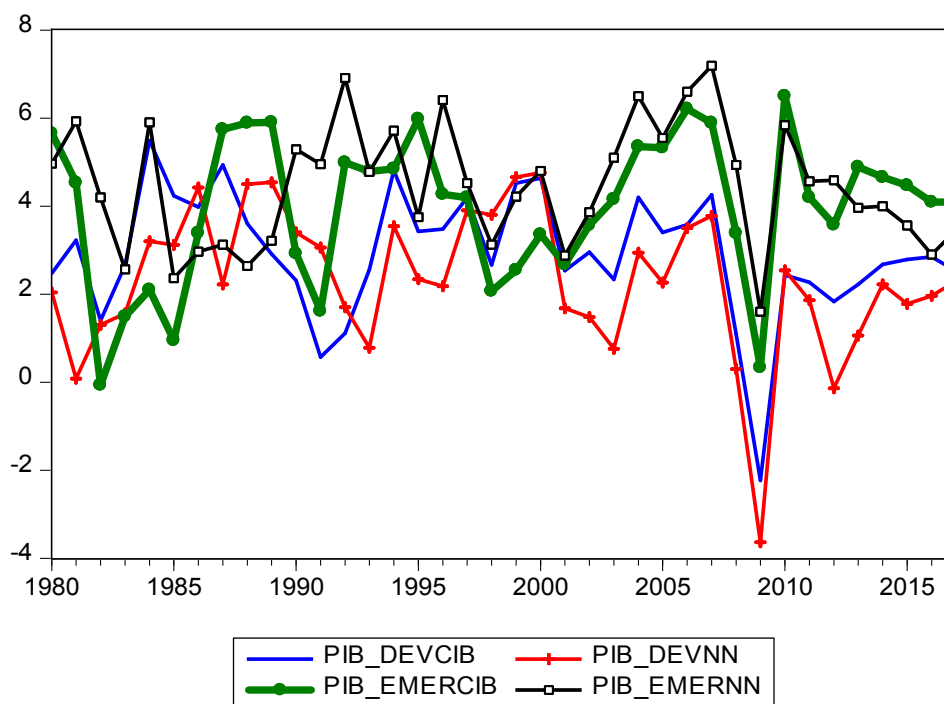
Quant à la volatilité de l'inflation, le même constat est à faire également pour son évolution. Ainsi, on peut conclure que l'adoption du ciblage de l'inflation a permis la réduction de la volatilité de l'inflation et que celle-ci suit la même tendance que celle de l'inflation (graphique 3.2). Neanmoins, on constate que cette réduction est plus marquée dans les pays émergents et en développement que dans les pays développés et surtout durant les premières années qu'ont suivi la date d'adoption du ciblage d'inflation. Cependant, à long terme on constate que cette performance s'est stempée et que l'effet de cette stratégie devient non significatif et n'affecte ni les pays cibles ni ceux pratiquant d'autres stratégies de politiques monétaires. Toutefois, on signale que pour les économies émergentes, on enregistre un pic en 2004 qui pourrait être expliqué, notamment, par le choc de la crise asiatique et celle qu'a connu le Brésil en 2003 qui se sont propagées à certains pays de notre échantillon.

Graphique 3.2 : Evolution de la volatilité de l'inflation durant la période 1980-2017



Quant à l'effet du ciblage d'inflation sur la croissance, d'après le graphique 3.3, on constate qu'avant la crise de 2007-2009, les performances en matière de croissance des pays émergents et en développement qui ne pratiquent pas la stratégie de ciblage d'inflation étaient meilleures que celles de leurs homologues qui la pratiquent. Par contre, après cette crise la différence entre les deux groupes a diminué à des niveaux très bas et qu'à partir de 2011 celles des pays cibles sont devenues plus meilleures. En revanche, pour les pays développés c'est l'inverse qui s'est produit et que les pays cibles d'inflation ont résisté plus à la crise et ont repris plus rapidement que ceux qui pratiquent d'autres régimes. Ainsi, en tenant compte de la moyenne des périodes avant et après les crises des années 90 et celle de 2007-2009, la diminution des taux de croissance moyens des pays émergents et en développement est inférieure à celle des pays développés. Cela ne signifie pas pour autant que les pays développés ont échoué car les pays émergents et en développement ont été moins exposés aux effets des crises en raison du manque d'infrastructure financière et du faible niveau des outils financiers.

Graphique 3.3: Performances réalisées en matière de croissance économique de notre échantillon avant et après la crise



Au final, la lecture du graphique 3.3 nous permet de constater que la performance de croissance des pays qui appliquent un ciblage d'inflation est jugée bonne, à l'exception de l'année 2009 où l'impact de la crise était si dur. Bien que la crise ne soit pas complètement terminée, la période de reprise a, également, tardé à s'installer d'une manière plus durable ce qui

explique que la situation après 2010 n'est pas aussi brillante pour l'ensemble de l'économie mondiale.

## 2.6. Résultats et interprétations

L'ensemble des résultats trouvés sont regroupés dans le tableau n°3.6<sup>162</sup>. Ce tableau contient trois colonnes réparties comme suit : dans la première, nous faisons référence aux coefficients des variables du modèle. Le niveau de l'inflation est décrit par l'indicateur ( $X_t$ ). Cette variable est calculée grâce à l'indice des prix à la consommation IPC est noté ( $inf_t$ ) dans la deuxième colonne (a). La volatilité de l'inflation notée ( $Vol inf_t$ ) est introduite dans la troisième colonne et scindée en deux [b et c (qui compte un pays en moins que b)].

Tableau n°3.6: la performance du ciblage d'inflation en termes d'inflation et sa volatilité

|                   | $Inf_t$             | $Vol Inf_t$        |                      |
|-------------------|---------------------|--------------------|----------------------|
|                   | (a)                 | (b)                | (c)                  |
| $D_i$             | -0.856**<br>(0.367) | -0.115<br>(0.395)  | -0.343***<br>(0.273) |
| $X_{i,pre}$       | -0.753*<br>(0.029)  | -0.846*<br>(0.040) | -0.849*<br>(0.027)   |
| $Cste$            | 1.453<br>(0.303)    | 1.048<br>(0.349)   | 1.065<br>(0.239)     |
| $Nb\ observation$ | 31                  | 31                 | 30                   |
| $R^2$             | 0.9704              | 0.943              | 0.9739               |
| $Durbin$          | 1.592               | 1.727              | 1.803                |

Source: estimations de l'auteur

Les écarts-types des coefficients sont reportés entre parenthèses. Les p-valeurs qui représentent les niveaux de signification des coefficients de la régression sont symbolisés par le nombre des étoiles suivantes :

[\*] : Seuil de significativité à 1 %, [\*\*] : Seuil de significativité à 5 % et [\*\*\*] : Seuil de significativité à 10 %.

(a) : Pour ce premier échantillon la date de fin de la période de pré-ciblage de l'inflation pour les pays non cibles développés est 1996 qui correspond à la moyenne des dates d'adoption du ciblage d'inflation par les pays développés. Quant aux pays non cibles émergents et en développement celle-ci est 2004 qui correspond à la moyenne des dates d'adoption du ciblage d'inflation des pays émergents et en développement.

(b) : la volatilité de l'inflation pour la colonne (a).

(c) : la volatilité de l'inflation pour la colonne (a) sans le Chili.

Avant d'examiner les résultats de nos estimations, il faut s'assurer de la signification des coefficients de la régression en examinant leurs t-statistic. A partir de la lecture des tableaux des résultats issus de la manipulation d'Eviews 10.0<sup>163</sup>, comme les t-statistic des deux coefficients de

<sup>162</sup> Les tableaux des Résultats des estimations par MCO de la performance économique en termes d'inflation, de croissance et de leurs volatilités respectives sont reportés en annexes.

<sup>163</sup> L'intégralité des tableaux des Résultats des estimations après utilisation du logiciel Eviews 10.0, pour l'ensemble de notre étude, sont reportés en annexes.

la régression dépassent  $t = 2,467$  (1%),  $2,048$  (5%) et  $1,701$  (10%) pour  $n - k = 28$  degrés de liberté au seuil de signification de 5 %, les coefficients des deux variables de la régression (dummy et X-pré) sont tous deux statistiquement significatifs au seuil 5 % et 1% respectivement. D'autre part, avec un coefficient de détermination multiple  $R^2 = 97$  %, qui définit la proportion de la variabilité totale de l'inflation expliquée par la régression de celle-ci par rapport à la dummy et X-pré. Cette valeur nous permet de dire que l'équation de régression explique 97 % de la performance économique totale en terme d'inflation est expliquée par les variables retenues dans le modèle à savoir : le ciblage d'inflation (la variable dummy) et la moyenne de son niveau d'avant son adoption (X-pre). Les 3 % restants peuvent être attribués à des facteurs inclus dans le terme d'erreur.

Les résultats du modèle pour notre échantillon montrent que, le coefficient de la dummy ( $\theta_1$ ) sur la totalité de la période est négatif et statistiquement significatif au seuil de 5% ce qui peut être interprété comme un effet positif de la stratégie du ciblage d'inflation sur le niveau d'inflation. En effet, la pratique de cette stratégie agit significativement sur l'inflation. Nos résultats montrent une baisse de l'inflation de (85 %). Cette conclusion est partagée par Fekir H. et Boulenouar B. (2015). Ces derniers ont conclu que l'adoption du ciblage d'inflation a contribué dans la baisse du niveau de l'inflation à hauteur de 1,31 point de pourcentage<sup>164</sup>. Ftiti et al. (2016), relèvent, pour un échantillon différent composé de pays industrialisés et émergents, que le ciblage d'inflation contribue à la baisse du niveau d'inflation de 36%. Toutefois, les auteurs constatent que la baisse de l'inflation a été moindre, en moyenne, dans les pays industrialisés que chez les pays émergents. Ainsi, le niveau d'inflation s'est réduit de 12% dans les pays industrialisés contre 67% dans les pays émergents. Ce qui laisse à croire qu'il y a moins d'incertitude autour de l'inflation dans les pays industrialisés que dans les pays émergents et en développement. Ce résultat justifie les tendances observées dans nos analyses de la première section de ce chapitre. De leur part, Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007), en utilisant un échantillon de 21 pays cibles d'inflation, soutiennent que cette stratégie s'est traduite par une baisse du taux d'inflation de 5%. Cette conclusion est partagée par Calderón et Schmidt-Hebbel(2010) sur un échantillon 97 pays dont 24 cibles d'inflation. Les résultats de leur estimation montrent que les taux d'inflation à long terme sont inférieurs de 3% à 6% dans les pays pratiquants le ciblage d'inflation par rapport à un groupe de pays de contrôle<sup>165</sup>. Ces

---

<sup>164</sup> Fekir H. et Boulenouar B. (2015), OP. Cit. P. 194.

<sup>165</sup> D'autres études, consacrées uniquement aux pays en développement, constatent que la pratique du ciblage d'inflation a réduit les taux d'inflation de ces pays, voir notamment : Goncalves et Salles (2008), Biondi et Toneto (2008), Brito et Bystedt (2010) et Yamada (2013).

résultats ne sont pas surprenants, car il semble que la littérature économique est d'accord sur le fait qu'il aurait eu un effet de retour vers la moyenne durant les années 1990 et cette période a été marquée par une tendance générale à la désinflation<sup>166</sup> dans tous les pays.

D'une manière générale, cela semble confirmer la conclusion selon laquelle l'application de la stratégie du ciblage d'inflation a eu pour conséquence une réduction du niveau de l'inflation par rapport à la période pré-ciblage [Roger et Stone (2005) et Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007)].

En revanche, concernant la volatilité de l'inflation (*Vol Inf<sub>t</sub>*), le coefficient ( $\theta_1$ ) de la dummy diffère entre les deux colonnes b et c. Pour l'échantillon initial (colonne b), il est négatif mais non significatif et traduit une baisse de la volatilité de l'inflation de 11 %. Ce résultat a été trouvé aussi bien dans certains travaux antérieurs comme ceux de [Sayari Z. (2013), Ftiti et al. (2016)]. Par contre, après avoir examiné les résidus de la régression de la volatilité de l'inflation, pour notre échantillon de départ colonne (b), on a observé une valeur aberrante pour le pays n°10 de notre échantillon, ce pays est le Chili. En enlevant les données correspondants à ce pays de notre échantillon, la valeur du coefficient ( $\theta_1$ ) de la dummy augmente à 34 % et devient significatif au seuil de 10 % (colonne c). Ce résultat s'explique à la fois par le fait que ce pays a subi, comme les autres pays émergents, durant les années 90 les effets des crises de change<sup>167</sup> dont l'un des effets est l'augmentation de la volatilité d'inflation qui s'est propagée même dans les pays adoptants le ciblage d'inflation. De plus, l'importance de la fragilité des institutions monétaires et financières de ce pays, a rendu difficile la maîtrise de la volatilité de l'inflation pendant cette période. En éliminant les effets de ces crises de change, le coefficient de la volatilité d'inflation reprend sa tendance baissière d'avant crise (graphique 3.2). Toutefois, certains auteurs constatent que, dans le cas très précis des pays émergents, le ciblage d'inflation permet de réduire la volatilité de l'inflation [Vega et Winkelried (2005), Batini et Laxton (2007) et Li et Ye (2009)]. Une fois de plus, cet argument suppose que le ciblage d'inflation est plus approprié pour les pays qui cherchent à renforcer la crédibilité de leurs autorités monétaires.

Toutefois, certaines études empiriques traitant les effets du ciblage d'inflation sur la volatilité de l'inflation sont moins concluantes. Pour Vega et Winkelried (2005), Batini et Laxton (2007) et Lin et Ye (2007), le ciblage d'inflation réduit la volatilité de l'inflation que dans les pays émergents, tandis que Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007), Gonçalves et Salles (2008), et

---

<sup>166</sup> Période connue sous l'appellation de période de la grande modération.

<sup>167</sup> Survenues suite à une multitude de crises qui ont touché un bon nombre de pays émergents, tels que la crise mexicaine (1994-1995) et la crise asiatique (1997-1998).

Brito et Bystedt (2010) signalent l'existence de certains effets mais non significatifs. L'essentiel qu'on peut retenir de cette littérature est que le ciblage d'inflation n'affecte pas la volatilité de l'inflation d'une manière plus marquée, que ce soit dans les développés ou dans les pays en développement. Dans ce sens, Baxa et al. (2015), signalent que l'adoption du ciblage d'inflation ne suffirait pas à elle seule à réduire la volatilité ou la persistance de l'inflation et que l'environnement de sa mise en œuvre importe aussi. A ce titre, ils signalent l'importance particulière du degré de flexibilité accordé au taux de change.

Au final, on peut considérer que le ciblage d'inflation est beaucoup plus bénéfique pour les pays ayant un historique en termes d'inflation très élevée et assez volatile, tels que les pays émergents et en développement. Enfin, la politique de ciblage d'inflation réduit l'incertitude de l'inflation. Dans ce sens, Johnson (2002), Levin *et al.* (2004), Batini et Laxton (2007) et Ravenna et Seppälä (2007) stipulent que l'existence d'une cible explicite d'inflation permet d'ancrer et de stabiliser les anticipations des agents économiques.

Toutefois, certains auteurs attribuent la réduction de la volatilité de l'inflation et la réussite de certains pays plus que d'autres dans l'adoption de la stratégie du ciblage d'inflation à d'autres facteurs comme : la structure économique et financière du pays. A cet égard, une banque centrale évoluant au sein d'une économie caractérisée par de faibles institutions fiscales et monétaires, aura des difficultés pour le maintien de sa cible d'inflation ce qui se traduit par un manque de crédibilité et au bout du compte elle ne réussit pas l'adoption de la stratégie du ciblage d'inflation comme elle le souhaitait. Pour Pétursson (2009) par exemple, les fluctuations du taux de change et les indicateurs de la performance de la politique monétaire sont des facteurs qui influencent la volatilité de l'inflation.

Concernant l'effet du ciblage d'inflation sur la croissance économique, Hale et Philippov (2015), signalent que la théorie monétaire suggère que l'impact du ciblage d'inflation sur la croissance du PIB sera probablement positive parce qu'en réduisant l'incertitude liée à une inflation élevée et en créant un environnement dans lequel les chocs positifs de la productivité se traduisent davantage par une augmentation des investissements productifs qui vont accroître la croissance économique.

A partir du tableau n°3.7, qui présente les résultats de l'impact de la stratégie du ciblage d'inflation sur la croissance économique et sa volatilité, nous constatons que nos résultats étaient comme on l'avait espéré obtenir se sont des résultats non statistiquement significatifs car la plupart de la littérature examinant les effets du ciblage d'inflation sur la croissance n'a pas donné

de résultats significatifs. A travers notre test empirique, on cherche à vérifier l'une des deux hypothèses suivantes :

L'hypothèse nulle (H 0) : le cadre de la politique monétaire du ciblage d'inflation n'influence pas de manière significative la croissance économique.

L'hypothèse alternative (H 1) : le cadre de la politique monétaire du ciblage d'inflation influence de manière significative la croissance économique.

Tableau n°3.7: Estimation de l'effet du ciblage d'inflation sur le PIB et sa volatilité (1980-2017)

|                   | $Tx\ PIB_t$        |                     | $Vol\ PIB_t$       |                      |
|-------------------|--------------------|---------------------|--------------------|----------------------|
|                   | (d)                | (e)                 | (f)                | (g)                  |
| $D_i$             | 0.133<br>(0.463)   | 0.444***<br>(0.396) | -0.128<br>(0.267)  | -0.243***<br>(0.235) |
| $X_{i,pre}$       | -0.403*<br>(0.137) | -0.392*<br>(0.115)  | -0.762*<br>(0.096) | -0.764*<br>(0.084)   |
| $Cste$            | 1.478<br>(0.616)   | 1.131<br>(0.524)    | 1.431<br>(0.375)   | 1.436*<br>(0.326)    |
| $Nb\ observation$ | 31                 | 30                  | 31                 | 30                   |
| $R^2$             | 0.2403             | 0.5360              | 0.6890             | 0.7528               |
| $Durbin$          | 1.462              | 1.304               | 1.980              | 2.197                |

Source: estimations de l'auteur

Les écarts-types des coefficients sont reportés entre parenthèses. Les p-valeurs qui représentent les niveaux de signification des coefficients de la régression sont symbolisés par le nombre des étoiles suivantes :

[\*] : Seuil de significativité à 1 %, [\*\*] : Seuil de significativité à 5 % et [\*\*\*] : Seuil de significativité à 10 %.

La colonne (d) : représente l'ensemble des pays de notre échantillon, dont la date de fin de la période de pré-ciblage de l'inflation pour les pays non cibles développés est 1996 qui correspond à la moyenne des dates d'adoption du ciblage d'inflation par les pays développés. Quant aux pays non cibles émergents et en développement celle-ci est 2004 qui correspond à la moyenne des dates d'adoption du ciblage d'inflation des pays émergents et en développement.

Colonne (e) : représente le même échantillon sans Islande.

Les colonnes (f et g), représentent, respectivement, les volatilités du PIB des colonnes (d et e).

Le tableau n° 3.7, résume les résultats obtenus et montre que la valeur du coefficient de la variable dummy ( $\theta_1$ ) qui traduit l'effet positif du ciblage d'inflation sur la croissance économique mais non significatif car la valeur p n'est pas inférieure à 5 % ni même à 10 %, nous ne parvenons pas à rejeter l'hypothèse nulle. Par contre, après avoir examiné les résidus de la régression du PIB pour la colonne (d) on a observé une valeur aberrante pour le pays n°5 de notre échantillon, ce pays est l'Islande<sup>168</sup>. En enlevant les données correspondants à ce pays de notre échantillon (colonne d), la valeur du coefficient ( $\theta_1$ ) de la dummy augmente à 44 % et

<sup>168</sup> Ce résultat s'explique à la fois par le fait que ce pays est l'un des premiers pays à avoir subi les effets de la dernière crise de 2007-2009. De plus, l'importance de la fragilité des institutions monétaires et financières de ce pays, l'a rendu, d'avantage, plus vulnérable en matière de reprise de la croissance.

devient significatif au seuil de 10 % (colonne e). Cependant, ce coefficient reste relativement faible et montre que l'effet de la stratégie du ciblage d'inflation n'est pas très pertinent sur le taux de croissance du PIB. Quoique, ce résultat pourrait être justifié par la stabilité générée par l'environnement économique sous un tel régime monétaire caractérisé par une stabilité d'inflation, l'ancrage des anticipations des agents, la forte crédibilité et l'engagement de la banque centrale envers l'inflation et, dans un second lieu, envers la croissance économique (politique de ciblage d'inflation flexible). Comme pour le PIB, les résultats de notre étude, concernant sa volatilité, montrent que le ciblage d'inflation contribue à la diminution de l'incertitude autour du niveau de la production. En effet, nous montrons que la stratégie du ciblage d'inflation réduit la variabilité de la croissance économique de 12% mais la valeur du coefficient ( $\theta_1$ ) reste non significatif. Par contre, dans l'estimation de la colonne (g), sans l'Islande, la valeur du coefficient ( $\theta_1$ ) de la dummy augmente à 24 % et devient significatif au seuil de 10 % avec un écart type acceptable. Fekir H. et Boulenouar B. (2015), s'associent à ce postulat en montrant un lien direct entre le ciblage d'inflation et l'amélioration de la performance économique.

A cet effet, Mollick et al. (2008) montrent que l'adoption de la politique de ciblage d'inflation a un effet positif et limité sur la croissance économique. En revanche, Svensson (1997a) montre qu'il n'existe pas de lien théorique évident entre l'adoption de cette règle monétaire et l'output. Néanmoins, dans la pratique, il est souvent admis que les banques centrales adoptant le ciblage d'inflation stabilisent l'inflation autour de la valeur cible, ce qui leur permet d'agir de même sur la croissance économique. Pour les pays émergents et en développement, cela peut parfois prendre quelques années avant d'enregistrer une amélioration significative dans leurs conditions économiques et institutionnelles pour que la croissance atteigne des niveaux plus ou moins significatifs. En effet, ce n'est que depuis peu d'années, que la majorité des pays émergents et en développement, ont entamé d'importantes réformes structurelles de leurs économies afin de permettre à leurs politiques monétaires de définir clairement leur premier objectif : maintenir une stabilité des prix sans compromettre la croissance économique.

Bien que difficile à détecter, l'effet du ciblage d'inflation sur la croissance économique, tant pour les pays développés que les pays émergents et en développement, reste non significatif. Parmi les quelques exceptions, on note les travaux de Gonçalves et Carvalho (2009) et ceux de Brito et Bystedt (2010) qui ont parvenus à des résultats signalant un effet crédible. Pour les premiers, après un contrôle du biais de sélection, il apparaît que les épisodes de désinflation dans



les pays ayant adopté le ciblage d'inflation s'accompagneraient de moindres pertes de production que dans les autres pays. Quant aux seconds, leur étude rapporte un effet significatif négatif du ciblage d'inflation sur la croissance. En revanche, Naqvi et Rizvo (2009) rapportent des effets non significatifs. [l'estimation de l'effet est égale à -0,5676 mais n'est pas statistiquement significative (valeur  $p = 0,5683$ )]. De même, Goncalves et Salles (2008) font état d'un effet négatif du ciblage de l'inflation sur la volatilité de la production. Toutefois, Batini et Laxton (2007) et Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007) font état d'effets non significatifs du ciblage d'inflation sur la volatilité de la croissance. En étudiant un échantillon composé de pays développés, émergents et en développement cibles et non cibles d'inflation, Hale et Philippov (2015) ont constaté que les pays développés et émergents cibles de l'inflation ont connu une croissance relativement plus élevée que ceux qui ne ciblent pas l'inflation. En revanche, à moyen terme, les pays en développement n'ont enregistré aucun gain de croissance par rapport au pays non cibles (graphique 3.3). Ce résultat justifie les tendances observées lors de nos analyses des faits stylisés.

Cependant, comme les tests empiriques de la relation entre l'inflation et la croissance économique produisent des résultats contradictoires, la nature exacte de cet effet est loin d'être justifiée empiriquement (voir Temple, 2000 pour une excellente analyse de cette littérature). En conséquence, la littérature économique nous renseigne que l'ampleur de cette relation varie en fonction du type de spécification économétrique, de la taille de l'ensemble des données, du nombre de pays et des périodes utilisés dans l'analyse empirique. Semblable à la relation entre croissance et inflation, l'ampleur des volatilités de la croissance et de l'inflation est généralement considérée comme l'un des problèmes clés d'une économie [voir Schneider et Enste, 2000; Torgler et Schneider, 2007 et beaucoup plus récemment, Elgin (2010, 2015) et Elgin et Oztunali (2012), entre autres].

Comme mentionné précédemment, la littérature empirique sur la relation entre croissance et inflation ne permet pas de dégager un fort consensus sur la nature de cette relation. Selon Fischer (1991), une augmentation de 10 points de pourcentage du taux d'inflation d'un pays est associée à une réduction du taux de croissance de 0,3 et 0,4%. De même, Barro (1995) soutient que chaque augmentation de 10 points de pourcentage de l'inflation fait baisser le taux de croissance d'environ 0,2 à 0,3% et, plus important encore, que cette relation pourrait en fait être non linéaire. En revanche, l'effet Mundell-Tobin à la Mundell (1963) et Tobin (1965) laisse penser qu'une inflation plus élevée pourrait entraîner une réduction du taux d'intérêt réel, ce qui pourrait être associé à un taux de croissance économique plus élevé. Empiriquement, McTaggart (1992), dans le cas de l'Australie, constate que la volatilité de l'inflation a un impact positif sur la

croissance. D'autre part, Bruno et Easterly (1998) suggèrent qu'il existe une relation négative entre la croissance et l'inflation lorsqu'on inclut les valeurs extrêmes de l'inflation. Enfin, Khan et Senhadji (2001) indiquent l'existence d'une relation non linéaire dans laquelle il existe une relation négative entre l'inflation et la croissance au-dessus d'un seuil d'inflation d'environ 1 à 3% pour les économies industrielles et de 11 à 12% pour les pays émergents et en développement. Pour résumer, la majorité des analyses empiriques dans la littérature estiment que l'effet de l'inflation sur la croissance est empiriquement négatif.

Par ailleurs, on signale qu'en raison du choix de notre groupe de traitement, il est difficile de tirer des conclusions qui confirment d'une manière très claire les effets du ciblage d'inflation sur la croissance parce que certains pays sélectionnés ont adopté cette stratégie de politique monétaire durant une période de fortes tensions inflationnistes et de turbulences économiques. Cela signifie que la période de l'adoption de cette stratégie, par les banques centrales de ces pays, n'était pas stationnaire et que nous ne pouvons donc parler que des effets du ciblage d'inflation à court et moyen terme.

A fin de satisfaire une curiosité de scientifique, nous avons cherché à pousser notre analyse dans le but de savoir si les performances du ciblage d'inflation sont-elles meilleurs dans les pays développés ou dans les pays émergents et en développement ? A cet effet, nous avons subdivisé notre échantillon initial en deux groupes. Le premier est celui des pays développés et le second c'est celui des pays émergents et en développement. Les résultats, en matière d'incidence sur la performance macroéconomique (niveau moyen et volatilité de l'inflation et de la croissance tableau n°3.8), montrent une différence d'impact d'adoption du ciblage d'inflation entre les pays cibles. Ainsi, on constate que cette stratégie exerce un effet positif et significatif à un seuil de 10 % sur l'inflation dans le cas des deux groupes. Mais cet effet, est plus important dans le cas des pays émergents et en développement que ceux développés. On constate que le niveau d'inflation s'est réduit de 22% dans les pays développés contre 50 % dans les pays émergents et en développement. La même tendance a été remarquée pour la volatilité de l'inflation.

En revanche, pour la croissance économique l'impact été positif et significatif à un seuil de 5% et 10 % dans les pays émergents et en développement et les pays développés respectivement. Cependant, il est plus important dans le cas des pays émergents et en développement que dans l'autre groupe (18 % et 9 % respectivement). Ainsi, on peut conclure que le ciblage d'inflation génère une hausse de la croissance économique et fait baisser sa volatilité. Ceci s'explique par la stabilité économique générée par un tel régime monétaire. Nous montrons, de même que la stratégie du ciblage d'inflation réduit la variabilité du niveau de la

production. En effet, il apparait que le ciblage d'inflation est plutôt favorable aux pays émergents et en développement que pour les pays industrialisés.

Tableau.3.8 Comparaison des niveaux de l'inflation, du PIB et leurs volatilités par niveau de développement

|                          | <i>P.DEV</i>           |                            |                   |                    | <i>P.EM et EDEV</i>    |                            |                  |                   |
|--------------------------|------------------------|----------------------------|-------------------|--------------------|------------------------|----------------------------|------------------|-------------------|
|                          | <i>Inf<sub>t</sub></i> | <i>Vol inf<sub>t</sub></i> | <i>Tx PIB</i>     | <i>Vol PIB</i>     | <i>Inf<sub>t</sub></i> | <i>Vol inf<sub>t</sub></i> | <i>Tx PIB</i>    | <i>Vol PIB</i>    |
| <i>D<sub>t</sub></i>     | -0,22***<br>(0,29)     | -0,12***<br>(0,10)         | 0,09***<br>(0,29) | -0,30***<br>(0,42) | -0,50***<br>(0,53)     | 0,30***<br>(0,43)          | 0,18**<br>(0,62) | -0,19**<br>(0,37) |
| <i>X<sub>i,pre</sub></i> | -0,80*<br>(0,03)       | -0,88*<br>(0,008)          | -0,56*<br>(0,09)  | -0,41***<br>(0,24) | -0,79*<br>(0,03)       | -0,84*<br>(0,04)           | -0,57*<br>(0,19) | -0,78**<br>(0,14) |
| <i>Cste</i>              | 0,98<br>(0,24)         | 0,75<br>(0,08)             | 0,96<br>(0,33)    | 0,86<br>(0,56)     | 2,16<br>(0,42)         | 1,35<br>(0,4)              | 2,8<br>(0,95)    | 1,47<br>(0,64)    |
| <i>Nb observation</i>    | 14                     | 14                         | 14                | 14                 | 17                     | 17                         | 17               | 17                |
| <i>R<sup>2</sup></i>     | 0,98                   | 0,99                       | 0,77              | 0,30               | 0,97                   | 0,96                       | 0,40             | 0,68              |
| <i>Durbin</i>            | 2,07                   | 1,29                       | 2,51              | 2,05               | 2,27                   | 2,56                       | 2,12             | 2,07              |

Source: estimations de l'auteur

Les écarts-types des coefficients sont reportés entre parenthèses. Les p-valeurs qui représentent les niveaux de signification des coefficients de la régression sont symbolisés par le nombre des étoiles suivantes :

[\*] : Seuil de significativité à 1 %, [\*\*] : Seuil de significativité à 5 % et [\*\*\*] : Seuil de significativité à 10 %.

En se basant sur ces résultats, nous validons avec une certaine prudence les résultats mitigés observés dans l'analyse exhaustive de la première section. En d'autres termes, aucune accentuation de la volatilité de l'inflation et/ou de l'activité économique réelle n'a été enregistrée dans les pays émergents et en développements appliquant une stratégie du ciblage d'inflation alors que pour les pays développés, l'effet favorable est vérifié uniquement en matière de stabilité d'inflation et de sa volatilité et dans une moindre mesure en matière de croissance au seuil de significativité de 10 %. L'explication avancée dans la littérature économique, est que les pays développés ont atteint depuis long temps l'objectif de la stabilisation des prix. Cette même littérature, conclue, s'agissant des pays émergents et en développement en tout cas, que depuis l'adoption du ciblage d'inflation par les banques centrales de ces pays, leurs politiques monétaires sont devenues plus crédibles ce qui devrait donc conduire à de meilleurs résultats macroéconomiques [Voir par exemple : Bernanke et al. (1999), Mishkin (1999) et Svensson (1997)].

De fait, nos résultats montrent que le ciblage d'inflation est bénéfique pour la baisse du niveau d'inflation. Aussi, il est beaucoup plus bénéfique pour les pays ayant un historique en

termes d'inflation très élevée et assez volatile, tels que les pays émergents et en développement. Par contre, en termes de croissance, il est plus bénéfique pour les pays développés.

Dans le même sens, Schmidt-Hebbel K. et Carrasco M. (2016), en étudiant exclusivement les pays émergents et en développement, ils arrivent à deux conclusions intéressantes : la première est que le ciblage d'inflation a contribué à réduire sensiblement l'inflation dans les pays émergents, à la fois par rapport à leur histoire antérieure à celle des autres pays cibleurs et même par rapport aux pays non cibleurs d'inflation. La seconde, est l'absence de preuves solides que le ciblage d'inflation ait contribué à réduire la volatilité de l'inflation ou à modifier la croissance et la volatilité de la production dans les pays en développement<sup>169</sup>. Par ailleurs, en utilisant un modèle de double différence et une analyse sur des données de panel dans le cadre de l'examen du cas des pays à faible revenu, Gemayel, et al. (2011) signalent qu'il n'existait pas de preuves solides sur l'existence d'un impact négatif du ciblage d'inflation sur la production. En revanche, la principale conclusion qu'on peut tirer des différents travaux empiriques, c'est qu'il semble que ceux-ci sont tous d'accord sur le fait que le ciblage d'inflation permet aux banques centrales d'ancrer les anticipations d'inflation des agents économiques.

Pour notre part, on constate que les résultats sont très sensibles au nombre d'épisodes de désinflations étudiés et aux nombres de crises qui ont traversé la période d'étude du ciblage d'inflation<sup>170</sup> et même, parfois, à la composition du groupe de pays cibleurs d'inflation ainsi qu'à celui du groupe de contrôle ne pratiquant pas le ciblage d'inflation. L'accumulation de ces facteurs aurait beaucoup modifié les conclusions de la plus part de ces études.

---

<sup>169</sup> Cette conclusion sur l'effet du ciblage de l'inflation sur la volatilité de la production est en contradiction avec celle de Svensson (2010), dans laquelle il indique que celui-ci a réduit la volatilité de la production à la fois dans les pays émergents et en développement.

<sup>170</sup> A l'exemple de la crise Mexicaine de 1994 et la crise asiatique de 1997 ou la récente crise financière de 2009. A cela s'ajoutent les chocs inflationnistes mondiaux et les épisodes de crises financières qui ont traversé la période de notre étude et qui se sont traduit par des écarts d'inflation importants, surtout, lors d'épisodes particuliers (notamment en Corée 1999, au Brésil 2003, en Indonésie 2005 et en Islande 2009).

## Conclusion

Nous concluons des analyses qui ont été menées tout au long de ce chapitre, que les banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation présentent et respectent les normes les plus élevées du monde en matière de transparence, de responsabilité, de crédibilité et de communication en matière de conduite de leurs politiques monétaires. D'une manière générale, on signale qu'après 2008, l'inflation est passée sous la cible dans les pays pratiquant le ciblage d'inflation, dans certains cas, la déflation est devenue persistante dans les économies développées: en 2015, par exemple, l'inflation était presque nulle et parfois négative dans quelques pays développés. Dans certains cas, les banques centrales ont eu du mal à ramener l'inflation à leurs objectifs d'inflation au cours de la dernière décennie. Cependant, il faut souligner que, dans le cadre des pays émergents et en développement, les performances réalisées par les banques centrales en matière de maintien de l'inflation à des niveaux faibles, ont été précédée par la mise en œuvre de programmes de stabilisation macroéconomique et des réformes structurelles.

De plus, notre étude nous a permis de constater que le maintien d'une faible inflation a résisté à la crise financière de 2007 et au-delà, ce qui constitue en lui même un défi important que la stratégie du ciblage de l'inflation ait pu le réaliser. De plus, les résultats de l'analyse empirique montrent que les pays pratiquant le ciblage d'inflation ont pu maintenir leurs performances en matière de faiblesse des taux d'inflation et de minimisation de leurs volatilités en comparaison avec ceux des périodes ultérieures (passage du taux d'inflation de 9.86% durant la période pré-ciblage d'inflation à 2.76% pendant la période post-ciblage). Ainsi, on peut confirmer que le ciblage d'inflation contribue, dans une large mesure, au maintien de la stabilité des prix sans se traduire par des conséquences négatives graves pour l'activité économique. Malgré l'hostilité de l'environnement de la mise en œuvre de la stratégie du ciblage d'inflation<sup>171</sup>, la croissance économique réalisée par les pays pratiquant cette stratégie a eu tendance à être plus ou moins positive et moins volatile.

Au final, il est important de signaler qu'un large consensus, soutenu par des études empiriques, appuyant le fait que le ciblage d'inflation est le cadre le plus efficace et le plus attrayant pour expliquer une inflation faible et stable et ancrer les anticipations d'inflation que se soit dans les pays développés ou dans les pays émergents et en développement. D'autre part, il est à noter que le ciblage d'inflation s'est traduit généralement par une amélioration des

---

<sup>171</sup> La période d'adoption de cette stratégie a été traversée par de nombreuses crises et turbulences: Mexicaine de 1994, Asiatique de 1997 et financière mondiale de 2007-2009.

dimensions de la politique monétaire et de son efficacité. En conséquence, il est suggéré qu'il doit faire partie d'un ensemble de réformes de politiques économiques et des structures des banques centrales. A cet effet, il est suggéré que celles-ci doivent renforcer leurs capacités techniques internes afin de prévoir l'inflation à l'aide de modèles économétriques sophistiqués, améliorer la qualité des données macroéconomiques accessibles au public, publier ses prévisions d'inflation et les indicateurs macroéconomiques connexes à intervalles réguliers, suivre systématiquement les anticipations d'inflation du secteur privé.

De plus, la comparaison des pratiques du ciblage d'inflation nous a permis de constater, d'une part, que même si les cadres formels et institutionnels sont différents, le fonctionnement du ciblage d'inflation est similaire dans toutes les banques centrales. D'autre part, que dans la pratique, il existe une grande cohérence entre la définition des objectifs d'inflation, les communications en matière de politique monétaire et l'évaluation des performances des banques centrales.

## Conclusion générale

L'objectif de cette thèse a été d'étudier les conditions d'adoption de la stratégie du ciblage d'inflation et ensuite, analyser l'efficacité et la performance économique de ce régime monétaire. A cet effet, nous avons mobilisé, dans un premier temps, cadre théorique d'équilibre général inter temporel inspiré des travaux de la nouvelle macroéconomie internationale. Puis dans un second temps, nous l'avons confronté aux données à travers une analyse empirique (économétrique) de la performance de la stratégie du ciblage d'inflation dans des économies développées, émergentes et en développement. Au passage, rappelant que dès son adoption, le ciblage d'inflation, a fait l'objet de nombreux travaux économiques. Notre but est d'apporter quelques éléments de réponses à certaines interrogations qui subsistent jusqu'à nos jours.

Notre travail de thèse était composé de trois chapitres. Nous avons consacré les analyses du premier chapitre à la définition de la politique monétaire selon différentes approches tout en insistant sur les plus dominantes à savoir : l'approche Keynésienne et l'approche monétariste. En suite on a mis en perspective, les instruments qu'utilise la politique monétaire dans le but d'atteindre son ou ses objectifs. Cette investigation théorique nous a permis de constater que la classification et l'utilisation de ces instruments dépendent du cadre théorique et de l'orientation de la politique monétaire choisie par les autorités monétaires. Tous ces instruments ne peuvent être utilisés dans une économie simultanément, c'est ainsi qu'on ne retrouve pas certains de ces instruments dans certaines économies. Toutefois, on a pu constater que la pratique de la politique monétaire est bien différente de la théorie.

D'autre part, dans toute la littérature économique un accent particulier a été mis sur le fait que la politique monétaire devait être conduite par une banque centrale indépendante du pouvoir politique, cela afin d'assurer une transparence dans sa conduite et être crédible vis-à-vis des agents privés. De plus, la conduite de la politique monétaire devait être globalement conforme à une règle, et ceci dans le but de faciliter la formation des anticipations des agents privés. Cependant, on a pu remarquer que l'efficacité de la politique monétaire dépend de la manière dont le public comprend les objectifs de la banque centrale, ainsi que les moyens d'y parvenir et les juge crédibles. En conséquence, une banque centrale doit communiquer clairement ce qu'elle cherche à accomplir et comment ses actions actuelle et futures sont censées concourir aux résultats souhaités. Du fait que les agents économiques réagissent, souvent, selon un processus d'anticipations rationnelles, il est primordial pour la banque centrale de réagir à l'évolution économique de manière prévisible et facilement explicable.

Au terme des analyses menées tout au long de ce chapitre, nous rappelons que celles-ci, nous ont permis d'étudier une partie de la littérature portant sur la politique monétaire et de montrer comment elle permet une meilleure gestion et une maîtrise de la croissance économique et le bien être de la société en général. Cet exercice nous a permis de comprendre les motivations du choix entre différents types de politiques monétaires ainsi que leurs avantages sur la conjoncture économique. Notre travail nous a permis d'identifier les facteurs influençant de tels choix et surtout que la pratique d'une politique monétaire correcte est un élément extrêmement important pour assurer la stabilité des prix. Dans ce sens, Blanchard (2004) suggère aussi la nécessité d'assurer et de maintenir l'harmonie entre la politique monétaire et la politique budgétaire pour parvenir à la stabilité des prix. Pour Sims (2003), les politiques budgétaires rigoureuses sont des éléments essentiels de la stabilité macroéconomique et elles augmentent de plus en plus avec la mondialisation.

Plus important encore, avec la persistance de la crise financière de 2009, la conduite d'une politique des taux d'intérêt près de la barrière de taux zéro, s'est traduit par une récession de la production et la décélération de l'inflation menacent de faire baisser le revenu nominal; ce qui fait accroître l'endettement privé en pleine récession. Pour éviter ce cercle vicieux, l'objectif de la banque centrale est de fait le soutien du revenu nominal (Aglietta M, 2014). Ainsi, l'articulation des politiques monétaire et budgétaire est devenue le pivot d'une stratégie de désendettement.

Toutefois, on signale qu'au moment de la dernière crise financière de 2009 les banques centrales des grands pays ont adopté des politiques monétaires dites non conventionnelles dont les principaux instruments sont : l'assouplissement quantitatif et les taux d'intérêt négatifs. Cette expérience a fourni suffisamment de preuves sur les mécanismes, les effets et les implications de ce genre de politique monétaire, des problèmes importants subsistent. Pour certains, un assouplissement monétaire prolongé peut se traduire par de nombreux coûts potentiels et contribue à l'augmentation du risque dans le système financier. D'une manière générale, il est reproché aux politiques monétaires non conventionnelles le fait qu'elles visent à réduire les rendements financiers à long terme est qu'elles conduisent les investisseurs à accroître leur exposition aux actifs risqués, ainsi qu'au risque de taux d'intérêt. Selon certains économistes, bien qu'il s'agisse de canaux clés, l'assouplissement quantitatif et les taux d'intérêt négatifs sont conçus pour fonctionner durant des périodes prolongées, la prise de risque excessive peut contribuer à des déséquilibres dus à la surévaluation des prix des actifs et à la faiblesse des critères de crédit. Toute fois, certains signalent que, l'augmentation massive des actifs détenus



par les banques centrales aura des effets persistants à long terme et plus incertains que l'ajustement du taux directeur.

Au passage, on signale quoi que la crise financière a conduit à la mise en place de politiques monétaires non conventionnelles et à un réexamen en profondeur de la théorie et des instruments employés par les banques centrales, celles qui pratiquent le ciblage d'inflation non jamais abandonné cette stratégie. D'autant plus, qu'aujourd'hui elles bénéficient de perspectives d'inflation peu élevée favorisant la normalisation progressive et délibérée de la politique monétaire. Dans ce sens, Stein J. (2012)<sup>172</sup>, souligne que pour minimiser les conséquences des crises financières, il faut des outils réglementaires puissants pour accroître fortement la résilience du système financier aux chocs non seulement des intermédiaires, mais aussi des marchés. A ce propos, Aglietta M. (2014) signale l'importance de la coordination entre la politique macroprudentielle et la politique monétaire. Car la première a un temps de réaction plus long et des canaux de transmission moins bien connus que ceux de la politique monétaire usuelle.

Par ailleurs, on signale qu'après la crise de 2009, les marchés ont eu beaucoup plus d'expérience et de recule sur les éléments déclencheurs de crises qu'avant. Selon Kohn (2013), cela pourrait fragiliser la légitimité que l'on prête aux banques centrales et le soutien en faveur de leur indépendance dans la conduite de la politique monétaire. Afin d'éviter ce type de situation, dès les premières années de la sortie de la crise, la plus part des banques centrales ont commencé à ramener leurs bilans respectifs à des niveaux plus normaux en coordonnant leur action avec celle du Trésor, sans pour autant sacrifier l'indépendance de leur politique monétaire. Cette action a été suivie, généralement, par une communication convaincante de leurs décisions et ce dans le but d'orienter les marchés et assurer le public. A cela, s'ajoute l'opportunité pour les banques centrales d'avoir bénéficié de perspectives d'inflation peu élevée favorisant la normalisation progressive et délibérée de la politique monétaire sans coûts supplémentaires.

A partir du cadre théorique développé dans le premier chapitre, nous avons constaté que pour la plupart des banques centrales dans le monde l'objectif essentiel de la politique monétaire est, essentiellement, celui de la stabilité des prix. Ainsi, les problèmes de la crédibilité de la politique monétaire et de la réputation des autorités monétaires, sont liés, fondamentalement, aux préoccupations concernant cette stabilité des prix. En suite, ils sont accentués par l'existence d'un environnement caractérisé par des risques de tensions inflationnistes et des signes de fragilité des systèmes financiers. Ainsi, à travers nos lectures de la littérature sur la crédibilité de

---

<sup>172</sup> STEIN J. (2012), « Monetary Policy as Financial Stability Regulation », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, n° 1, pp. 57-95.

la politique monétaire, il se dégage que l'importance accordée à ce type de notion de crédibilité trouve son origine, dans la littérature économique, à partir de deux constats :

- Sur le plan théorique : à partir des années quatre-vingts, les stratégies keynésiennes ont connu un échec dans la lutte contre la stagflation qu'a connue les principales économies mondiale. Ce qui a conduit naturellement à préconiser l'abandon, non seulement, de la fonction de stabilisation macroéconomique de la politique monétaire mais aussi la remise en cause de la non neutralité de la monnaie au profit de la prise en compte de l'incohérence temporelle des politiques faiblement inflationnistes (Kydland et Prescott, 1977) ;
- Sur le plan empirique, l'incapacité des modèles utilisés, par les autorités monétaire, à expliquer le décalage entre les objectifs qu'elles se sont assignées et ceux réalisés.

Au final, en s'appuyant sur une large revue de la littérature sur la crédibilité on a pu conclure que celle-ci est, à la fois, une synthèse du monétarisme (Friedman et Lucas) et mais aussi une solution de la nouvelle Macroéconomie classique au biais inflationniste de Kydland-Prescott, Barro-Gordon (Bernanke et al. 1999), donc elle regroupe divers éléments qui ont eu une importance dans la création du ciblage d'inflation. Suite à certains bouleversements, le problème d'incohérence temporelle a été lié à la question de la crédibilité des politiques monétaires et a fait l'objet d'une attention particulière dans la littérature. Plus précisément, dans le cadre de la stratégie du ciblage d'inflation les problèmes de crédibilité sont susceptibles de se présenter en particulier dans les situations suivantes :

- le cas où le taux d'inflation a dépassé un certain seuil et les autorités cherchent à le réduire (perte de crédibilité) ;
- lorsque l'inflation a été maîtrisée et les autorités veulent maintenir le taux d'inflation à l'intérieur d'une fourchette cible (teste sur la capacité de la banque centrale à maintenir le taux d'inflation dans la fourchette).

D'une manière générale, à partir des analyses menées au cours du chapitre 2, on a pu constater que le problème de crédibilité peut résulter du dilemme de l'incohérence temporelle des politiques monétaires : sa stratégie ex-post optimale peut différer de sa stratégie ex-ante. Pour Persson et al (1994), le décideur de politique monétaire est plus confronté à des contraintes ex-post qu'ex-ante, ce qui le pousse à préférer d'autres politiques que celles initialement choisies, qui sont dites incohérentes. C'est la raison pour laquelle, nous avons consacré notre analyse du départ aux notions de la crédibilité et de la transparence. Ainsi, cette analyse s'est focalisée essentiellement sur les aspects conceptuel et analytique de ces notions et leurs liens avec le

ciblage d'inflation en s'inspirant de l'édifice théorique en la matière construit en grande partie par Kydland F. et Prescott E., Barro R. et Gordon D., Taylor J., Svensson L., Ball L. et Sheridan N., Woodford M. et Bernanke B., Mishkin et autres. En suite, nous avons abordé la littérature du ciblage d'inflation (Svensson 1997, 2002), (Mishkin, 2000, 2004), qui considère cette stratégie de politique monétaire, en tant que dispositif d'engagement sur une règle permettant la responsabilisation des autorités monétaires. Enfin, on s'appuyant sur une littérature empirique, quoique non exhaustive mais représentative, des travaux empiriques pionniers sur le thème de l'efficacité relative de la stratégie du ciblage d'inflation, nous avons essayés de savoir si le passage à cette stratégie permet à la banque centrale d'améliorer la performance économique du pays.

Les conclusions qui se dégagent des analyses que nous avons menées tout au long de la deuxième section du chapitre deux de notre thèse, nous ont permis de constater, que l'engagement crédible en faveur de la stabilité des prix dépend de la stabilité macroéconomique; par conséquent, établir et renforcer cette crédibilité, suppose une réaction cohérente, transparente et prévisible aux chocs affectant l'économie. De plus, pour accomplir correctement et durablement cette mission, les responsables de la politique monétaire doivent établir une distinction claire entre leurs objectifs, dont le but est d'ancrer solidement les anticipations des marchés et la conduite de la politique monétaire qui doit être ajustée de manière flexible en fonction des défis à relever. D'autre part, lors des recherches menées dans le cadre de notre deuxième chapitre on a pu constater, également, que :

➤ Sur le plan théorique, il existe une abondante littérature sur l'incidence économique de la stratégie du ciblage d'inflation sur la performance économique des pays qui l'ont adopté. Cette littérature affirme que la politique monétaire est plus efficace lorsque les objectifs et les instruments utilisés sont connus du public et soutient l'idée selon laquelle qu'une information abondante est toujours préférable dans la conduite d'un tel type de politique monétaire. En ce sens, le fait que le ciblage d'inflation stipule que la banque centrale doit s'engager à communiquer périodiquement et plus explicitement ses objectifs, son évaluation de la situation économique et les effets escomptés de ses actions. En fin de compte, toute action de communication améliorera le bien-être, car elle permettra aux agents de mieux harmoniser leurs décisions avec celles des autorités monétaires, l'économie s'ajustant ensuite avec moins de coûts et de sacrifices. A ce titre, Woodford (2005) souligne que la politique monétaire est plus efficace quand elle est prévisible, dans la mesure où les marchés financiers étant mieux renseignés sur les actions et les intentions de la banque centrale, des modifications beaucoup moins substantielles

du taux directeur seront nécessaires pour obtenir les résultats voulus si les taux anticipés évoluent de pair<sup>173</sup>.

➤ Sur le plan empirique : essentiellement, l'objectif des travaux empiriques effectués sur la performance du ciblage d'inflation ont essayé de déterminer l'existence d'une convergence des variables macroéconomiques. La conclusion qui se dégage de ces travaux, stipule que toute amélioration de la performance économique, doit permettre l'identification des facteurs soutenant la réussite de cette stratégie et qui agissent sur la dynamique de l'inflation dans les pays qui l'ont adopté.

A la fin de ce deuxième chapitre, nous avons pu répondre à nos deux premières hypothèses de notre problématique et affirmer que le ciblage d'inflation est un régime monétaire et un cadre d'analyse et que son adoption a pu améliorer le degré de crédibilité des banques centrales et de leurs politiques monétaires de désinflation sans perte de croissance économique, en plus il aide les agents économiques à formuler leurs anticipations. Par la suite, nos analyses nous ont renvoyé à une autre interrogation portant sur son efficacité et sa performance économique.

A cet effet, nous avons procédé, au début du troisième chapitre, à une revue de la littérature des travaux empiriques sur la performance économique de la stratégie du ciblage d'inflation. Dans ce sens, on signale que ces travaux ont utilisé des modèles de différentes formes pour démontrer certaines hypothèses économétriquement. Si la plupart de ces travaux arrivent à la conclusion que cette nouvelle stratégie améliore la performance économique des pays qui l'ont adopté, leur porté reste limiter principalement par le fait que les leçons tirées des cas étudiés sont difficilement généralisables à l'ensemble de l'économie mondiale. Cette difficulté réside dans le fait que les banques centrales non pas les mêmes caractéristiques du cadre de la politique monétaire qui regroupe: le statut, les pratiques de communication et la transparence, l'environnement financier, le degré d'ouverture des institutions monétaires<sup>174</sup>...etc. Ces caractéristiques devraient varier suffisamment dans le temps et d'un pays à l'autre pour permettre de discerner les effets de la stratégie du ciblage d'inflation. D'autre part, on signale que la plupart des travaux économiques ont confirmé l'idée qu'une économie avec de faibles institutions fiscales et monétaires sera incapable de pratiquer avec succès le ciblage d'inflation.

---

<sup>173</sup> Les anticipations de la trajectoire complète du taux directeur par le secteur privé sont ce qui importe pour l'économie. Ces attentes se répercutent sur les taux d'intérêt à long terme et les prix des actifs, lesquels influencent à leur tour les décisions des agents du secteur privé.

<sup>174</sup> telles que le nombre de rapports sur l'inflation publiés par an, l'établissement de prévisions quantitatives et la divulgation des procès-verbaux ou des relevés des votes pris aux réunions du comité chargé de la conduite de la politique monétaire.

Prenant appui sur ce cadre théorique et empirique, notre thèse propose dans le chapitre trois une contribution basée sur deux démarches : la première présente une synthèse des pratiques des banques centrales en matière de ciblage d'inflation et appuyé par une analyse exhaustive des expériences et pratiques de celles-ci. Le but de cette dernière est de tester leurs efficacités et mesurer leurs performances. En revanche, la seconde présente une approche empirique qui nous a permis d'évaluer le degré de l'amélioration du cadre de conduite de leurs politiques monétaires. A cet effet, nous avons proposé un modèle simple mesurant la performance économique des pays pratiquant le ciblage d'inflation dont les conclusions sont compatibles avec les différents travaux empiriques relatifs aux effets du ciblage d'inflation sur la maîtrise de l'inflation et la croissance économique ainsi que leurs volatilités. A cet égard, on a essayé de vérifier si ces variables macroéconomiques affichent des signes positifs après le passage à la stratégie du ciblage d'inflation. Dans ce but, on a utilisé un modèle de double différence qui incorpore les avancées théoriques et économétriques les plus récents. A cet effet, nous supposons qu'il est l'un des outils les plus aboutis de l'analyse de l'impact du ciblage d'inflation sur la performance économique des pays pratiquant cette stratégie de politique monétaire. L'application de ce type de modèle dans les travaux économique témoigne d'une meilleure coopération entre les milieux universitaires et le monde des décideurs. On s'est inspiré des travaux de Bousrih J. (2011), Sayari Z. (2013), Fekir H. et Boulenouar B. (2015), Salle I. (2013) et Ftiti et al. (2016) pour comparer la performance économique des banques centrales adoptant le ciblage d'inflation et celles qui adoptent d'autres régimes monétaires. Notre choix des variables s'est arrêté sur les niveaux et les volatilités de l'inflation et de la croissance économique.

Les premiers résultats de l'analyse exhaustive montrent que les banques centrales pratiquant le ciblage d'inflation présentent et respectent les normes les plus élevées du monde en matière de transparence, de responsabilité, de crédibilité et de communication et de conduite de leurs politiques monétaires. Les succès emportés a ce titre, conjugués à un engagement ferme de maintenir l'inflation à un niveau bas au fil du temps, ont aussi contribué à stabiliser les attentes d'inflation autour de la valeur cible. D'autre part, ces pays ont résisté à la crise de 2009 plus que le groupe de pays de contrôle de notre échantillon. Cependant, il faut souligner qu'au sein des pays cibles d'inflation, les performances réalisées par les banques centrales des pays émergents et en développement en matière de maintien à des niveaux faibles ont été meilleurs que celles réalisées par celles des pays développés. D'autre part, tant dans les pays développés que dans les pays émergents et en développement, le taux d'inflation moyen après le passage à la stratégie du

ciblage d'inflation est inférieur au taux d'avant. De même, le taux d'inflation dans les pays émergents et en développement qui appliquent une stratégie de ciblage d'inflation est beaucoup plus faible avant et après la crise que dans les pays qui ne le pratiquent pas. Plus important aussi, est que l'écart de fluctuation pendant et après la crise de 2009 est plus étroit dans les pays cibleurs d'inflation que dans le groupe de pays non cibleurs. Ces résultats peuvent alors être acceptés comme un signe de succès dans les pays pratiquant cette stratégie de politique monétaire en ce qui concerne la réduction de l'inflation. De plus, on signale qu'après une chute en 2009, le taux d'inflation a eu tendance à augmenter globalement depuis 2010 à la fois dans les pays émergents et en développement et dans les pays développés.

En ce qui concerne la croissance et sa volatilité, on a pu remarquer qu'après 2010 leurs évolutions sont devenues, généralement négatives, ce qui a considérablement affecté la politique monétaire. Dans ce contexte, on comprend que la politique monétaire soit sensiblement assouplie tant dans les pays développés que dans les pays émergents et en développement.

Concernant, les résultats obtenus, après l'application du modèle de double différence, montrent que tous les pays pratiquant le ciblage d'inflation ont réalisé des taux d'inflation moyens plus faibles et moins volatiles que ceux des périodes pre-ciblage. Ainsi, on déduit que cette stratégie de politique monétaire contribue dans une large mesure au maintien de la stabilité des prix. De plus, les résultats de l'analyse empirique montrent que les pays pratiquant le ciblage d'inflation ont pu maintenir leurs performances en matière de faiblesse des taux d'inflation et de minimisation de leurs volatilités en comparaison avec ceux des périodes ultérieures (passage du taux d'inflation de 9.86% durant la période pré-ciblage d'inflation à 2.76% pendant la période post-ciblage). Ainsi, on peut confirmer que le ciblage d'inflation contribue, dans une large mesure, au maintien de la stabilité des prix sans se traduire par des conséquences négatives graves pour l'activité économique. Malgré l'hostilité de l'environnement de la mise en œuvre de la stratégie du ciblage d'inflation<sup>175</sup>, la croissance économique réalisée par les pays pratiquant cette stratégie a eu tendance à être plus ou moins positive et moins volatile. Ce résultat positif et significatif et en concordance avec les faits observés, reste en concordance avec la littérature. En outre, on n'a pas pu confirmer notre troisième hypothèse qui stipule l'existence d'un lien entre la pratique du ciblage d'inflation et la performance des banques centrales en matière de maîtrise de l'inflation toute en réalisant, avec une petite nuance, une croissance économique.

---

<sup>175</sup> La période d'adoption de cette stratégie a été traversée par de nombreuses crises et turbulences: Mexicaine de 1994, Asiatique de 1997 et financière mondiale de 2007-2009.

Toutefois, si on pose la question de savoir si l'adoption du ciblage d'inflation réduit-elle les taux d'inflation moyens à long terme. A cet effet, nous avons pu constater que la réponse n'est pas facile, mais elle dépend essentiellement du choix du modèle empirique utilisé pour traiter ce problème et de la composition de l'échantillon de pays traités et celle du groupe témoin pratiquant d'autres régimes monétaires. Ce constat montre, une fois de plus, l'ambiguïté de l'effet du ciblage d'inflation sur la volatilité d'inflation et confirme l'idée que cet effet dépend de la période d'étude et du choix de l'échantillon de pays. Mais en aucun cas, cela ne permet pas de nier le fait que l'adoption du ciblage d'inflation a permis de réduire, d'une certaine manière, la volatilité de l'inflation.

Au total, on signale que les résultats de notre étude empirique, soulignent trois enseignements assez importants. Tout d'abord, la stratégie du ciblage d'inflation est bénéfique en matière de baisse du niveau d'inflation. Aussi, elle est beaucoup plus bénéfique pour les pays qui ont connu, par le passé, une inflation très élevée et assez volatile ; tels que les pays émergents et en développement. En suite, au début de son adoption, la stratégie du ciblage d'inflation réduit l'incertitude de l'inflation. Enfin, l'effet de la stratégie du ciblage d'inflation n'est pas très pertinent sur la croissance économique.

D'une manière générale, le bilan de la littérature empirique sur la stratégie du ciblage d'inflation en matière de performance économique est mitigé :

- les performances macroéconomiques des pays se sont généralement améliorés après l'adoption de cette stratégie ;
- en termes d'ancrage des anticipations d'inflation, les résultats ont été satisfaisants ;
- la stratégie du ciblage d'inflation a été adoptée durant une période marquée par une tendance générale à la déflation dans tous les pays ;
- le degré de flexibilité accordé au taux de change a permis aux banques centrales d'atteindre leurs cibles à travers l'ancrage des anticipations de l'inflation (Baxa et al. 2015)<sup>176</sup>.

Par contre, selon beaucoup d'économistes, l'évaluation de la contribution des stratégies de ciblage d'inflation à la performance économique pendant la crise n'est pas simple. Les chocs affectant les économies étaient hétérogènes: certaines économies ont connu des crises bancaires et financières, tandis que d'autres, ont eu de fortes répercussions de l'extérieur, tant dans l'économie réelle que dans le secteur financier. Pour d'autres, au niveau mondial, la stratégie du

---

<sup>176</sup> Baxa J., Plasi M., Vasicek B. (2015) : « changes in inflation dynamics under inflation targeting ? Evidence from Central European countries », *Economic Modelling*, 44, 116-130.

ciblage d'inflation a peu contribué à la stabilité des prix puisque les pays qui ne l'ont pas adopté ont aussi bénéficié de la modération de l'inflation. Dans ce sens, Aglietta M. (2014), signale que les raisons de la stabilité des prix se trouvent d'abord dans l'ouverture de la Chine et de l'Inde qui a bouleversé le marché du travail mondial et fait pression sur les prix internationaux. Même si les conclusions de telles analyses donnent à penser que les performances réalisées par les économies pratiquant le ciblage d'inflation sont améliorées par des chocs extérieurs, il importe de ne pas perdre de vue que la performance est extrêmement difficile à évaluer avec précision et que ces conclusions doivent être interprétées avec un maximum de prudence. Ainsi, il convient de les considérer comme des conclusions préliminaires jusqu'à ce que l'on dispose de suffisamment de recul.

Au final, les travaux empiriques ont montré que le ciblage d'inflation est plutôt favorable aux pays émergents et en développement que pour les pays développés. Ces résultats s'expliquent simplement par le fait que le cadre institutionnel de la pratique des politiques monétaires est totalement différent entre les deux types de pays. Les pays développés ont réalisé depuis un certain temps la stabilité d'inflation, il leur reste maintenant à résoudre les problèmes de la relance économique et de l'emploi. D'autre part, ces travaux signalent qu'une politique monétaire orientée vers un objectif atteint n'est plus d'actualité. A cet effet, ils préconisent, en l'état actuel des économies de ces pays, que l'adoption de la politique de ciblage d'inflation est inadéquate ou inappropriée. Avec des nuances, pour Woodford (2012), la stratégie de ciblage flexible de l'inflation, pratiquée de manière explicite ou implicite par la plupart des banques centrales des pays développés, devrait être aménagée pour tenir compte à court-terme de considérations de stabilité financière, sans pour autant mettre en cause la primauté à long terme de l'objectif de stabilité des prix. Néanmoins, du fait que l'inflation est toujours un défi d'actualité pour les pays émergents et en développement, par conséquent, la politique de ciblage d'inflation est la politique appropriée.

De plus, comme le font remarquer Calvo et Mishkin (2003), le cadre institutionnel qui influence la pratique et les résultats de la politique monétaire dans les pays émergents et en développement diffère généralement de celui des pays développés sur cinq points fondamentaux :

- ✓ Des organisations fiscales plus faibles ;
- ✓ Organismes financiers moins développés établis avec des ajustements gouvernementaux faibles ;
- ✓ Les agences monétaires ont moins de crédibilité ;
- ✓ Existence de substitution monétaire et de dollarisation par responsabilité ;



✓ Défaillance face à l'arrêt soudain des flux de capitaux.

Dans ce contexte, bien que le ciblage d'inflation ne réponde pas à tous les besoins et ne soit pas instantanément adopté par les pays émergents et en développement, on peut considérer que celui-ci a très bien réussi dans la plupart de ces pays, notamment en ce qui concerne la stabilité des prix et l'encouragement à engager des réformes économiques nécessaires (Mishkin, 2008). La stratégie de ciblage d'inflation permet notamment aux pays émergents et en développement de créer un environnement macroéconomique cohérent et stable. Cela peut contribuer à attirer plus d'investissements étrangers directs dans ces pays (Tapsoba, 2012).

D'une manière générale, deux rôles structurants de la politique monétaire se dégagent au fil de la pratique du ciblage d'inflation. D'abord, le ciblage d'inflation joue un rôle indirect sur les incitations auxquelles fait face la banque centrale qui adopterait un tel régime ce qui permet de limiter l'ampleur du biais inflationniste. Ensuite, et surtout, le ciblage d'inflation permet à la banque centrale de mettre en œuvre un management des anticipations efficace en influençant les anticipations des agents (Salle I. 2013).

Toutefois, et malgré les différences dans l'outil économétrique retenu, la majorité des travaux empiriques semble s'accorder pour conclure quant à l'existence d'un impact positif et significatif de l'adoption du ciblage d'inflation sur les performances macroéconomiques des économies développées et émergentes. A cet effet, De Grauwe (2011), conclue que : plus la banque centrale mène une politique agressive de stabilisation de l'inflation, plus la cible est crédible et plus la cible est crédible, meilleures sont les performances de la politique monétaire.

Un fait assez remarqué, à la sortie de crise de 2007-2009, est que le ciblage d'inflation a résisté à l'épreuve du temps et aucun pays ne l'a abandonné, en tant que cadre de politique monétaire et de nouveaux pays l'ont adopté après la crise. Ce qui a changé, ce n'est pas le cadre global du ciblage d'inflation, mais les instruments utilisés pour atteindre l'objectif d'inflation. Si dans le cadre du ciblage d'inflation classique, les taux d'intérêt à court terme sont les instruments de la politique monétaire. Après la crise, plusieurs pays développés ont commencé à utiliser des mesures non conventionnelles, telles que l'assouplissement quantitatif, pour atteindre l'objectif d'inflation et le ciblage d'inflation a continué à être le cadre utilisé pour ancrer les anticipations d'inflation. Ainsi, un large consensus, soutenu par des études empiriques, est apparu sur le fait que le ciblage d'inflation est la cadre le plus efficace pour générer une inflation faible et stable et pour ancrer les anticipations d'inflation que se soit dans les pays développés ou dans les pays émergents et en développement.

D'autre part, on signale que l'histoire économique nous enseigne sur deux faits intéressants : le premier est que l'économie mondiale a connu par le passé des épisodes de faible inflation. Un fait que les décideurs politique doivent prendre en considération lors de leurs prévisions futures de celle-ci. Le deuxième est que ; après la fin des périodes précédentes de faible inflation a succédé une forte accélération de l'inflation mondiale et une baisse de la croissance dans de nombreux pays. Dans le même sens, Ciccarelli et Mojon, (2010), signalent que l'émergence d'un «cycle mondial de l'inflation» est devenue une caractéristique essentielle de l'expérience internationale en matière d'inflation durant les cinq dernières décennies. Cela se traduit par une contribution croissante d'un facteur mondial commun à la variation des taux d'inflation au niveau des pays. Parmi les options permettant d'isoler les économies de l'impact des chocs mondiaux, le rapport de Banque mondiale (2018) cite : le renforcement des institutions, y compris l'indépendance de la banque centrale, et la mise en place de politiques budgétaires permettant à la fois de garantir la viabilité de la dette à long terme et l'adoption de politiques anticycliques efficaces.

Enfin, ce travail pourrait être un point de départ pour étudier l'effet de la stratégie du ciblage d'inflation dans la maîtrise de l'inflation et la croissance de l'économie réelle. Car de nos jours, les questions qui se posent portent sur le sujet de l'efficacité et de la performance économique générées par la stratégie du ciblage d'inflation et de sa capacité d'adaptation aux changements et aux perturbations des marchés financiers tout en traitant davantage les phénomènes de crédibilité de transmission ou encore de transparence.

## Références bibliographiques

- Abo-Zaid S. et Tuzemen D. (2012) : « Inflation Targeting: A three-decade perspective », *Journal of policy modeling*, Vol. 34, issue 5, 621-645.
- Adama Ba (2015) : « Les déterminants de la crédibilité et la réputation des banques centrales et de la politique monétaire : analyse de la littérature et une application aux pays en développement », Thèse pour le Doctorat en Sciences économiques, Université de Toulon, France.
- Aglietta M. (2002) : « Le renouveau de la monnaie », Editions La Découverte, collection Repères, Paris.
- Aglietta M. (2008) : « Macroéconomie financière », Edition Repère.
- Aglietta M., Berrebi L. et Cohen A. (2009) : « Banques centrales et globalisation », Groupama Asset Management, Collection "Expertises, n° 7.
- Aguir A. (2016) : « Stabilité, croissance économique et ciblage d'inflation », Thèse de Doctorat De l'Université Grenoble Alpes, Soutenue Janvier 2016.
- Ainouz V., DruT B., Herve K. et Ji M. (2016) : Politiques monétaires en 2017 et au-delà : 2017 : une année de transition pour les banques centrales ?, *Stratégie et Recherche Économique*.
- Albagli E. et Schmidt-Hebbel K. (2004) : « By How Much and Why do Inflation Targeters Miss Their Targets? », Central Bank of Chile
- Alsterlind J., Armelius H., Forsman D., Jönsson B. et Wretman A.-L.(2015): « How Far Can The Repo Rate Be Cut? », *Sveriges Riksbank Economic Commentaries No. 11*.
- Andres J. et Hernando I. (1997) : « Inflation and economic growth : some evidence of the OECD countries », *Monetary Policy and the Inflation Process - BIS Confer Papers*, n°4, pp. 364-383.
- Angeris A. et Arestis P. (2007) : « Assessing the performance of inflation targeting lite countries », *The World Economy*, pp. 1621-1645.
- Artus P. (2009) : « Que sont vraiment les politiques monétaires non conventionnelles ? », In, *Natixis Special Report*, N°28.
- Arnone M., Laurens B. J., Segalotto J. F. et Sommer M. (2007) : « Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends », *IFM Working Paper /07/88*.
- Ascari G. et Sbordone A. M. (2014) : « The Macroeconomics of Trend Inflation », *Journal of Economic Literature*, Vol. 52 No. 3.
- Avouyis-Dovi et Sahuc (2014) : « On the Sources of Macroeconomic Stability in the Euro Area », *Mimeo*, Banque de France.

- Baxa J., Plasi M., Vasicek B. (2015) : « changes in inflation dynamics under inflation targeting ? Evidence from Central European countries », *Economic Modelling*, 44, 116-130
- Bedri Kamil Onur Tas et Mustafa Cagri Peker (2017) : « Inflation Target Credibility: Do the Financial Markets Find the Targets Believable? », *Oxford bulletin of economics and Statistics*, 79, 6 (2017) 0305– 9049.
- Ball L. (1998) : « Efficient rules for monetary policy », *International Finance*, 2(1), 63-83.
- Ball L. (1999): « Aggregate demand and long run unemployment », *Brooking Papers on Economic Activity*, 1999/2.
- Ball L. (2013) : « The case for four percent inflation », *Central Bank Review*, 13, 17-31.
- Ball L. (2014) : « The case for a Long Run Inflation Target of Four Percent » IMF Working Paper, juin 2014, 14/92.
- Ball L. et Sheridan, N. (2003) : « Does inflation targeting matter ? National Bureau of Economic Research », Working Paper, n°9577.
- Ball L. et Sheridan N. (2005) : « Does Inflation Targeting Matter ? », dans Bernanke et Woodford (eds), *The Inflation Targeting Debate*.
- Bank of Canada review: Spring 2016.
- Barro R. et Gordon D. (1983 b): Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, Juillet.
- Barro R. (1978): « Unanticipated money growth and the unemployment in the US », *American economic review*, Vol.67.
- Bastidon C. et Gilles P. (2014) : « Central Banking since the Eighties The European Debt Crisis : causes, consequences, measures and remedies », chapitre huit dans l'édition A. Ari, Newcastle, Cambridge Scholars Publishing, 195-215.
- Batini N. et Laxton D. (2007) : « Under what conditions can inflation targeting be adopted ?, in F. S. Mishkin et K. Schmidt-Hebbel, eds, « Monetary Policy Under Inflation Targeting », Vol. XI, Banco central de Chile.
- Bayoumi T. et Saborowski C. (2014) : « Accounting for reserves ». *Journal if International Money and Finance* n° 41, 1-29.
- Beechey M. et Österholm P. (2012) : « The rise and fall of U.S. inflation persistence », *International Journal of Central Banking*, 8, 55-86.
- Bean C., Paustian M., Penalver A. et Taylor T. (2010) : « Monetary policy after the fall » presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference, Jackson Hole, Wyoming, 28 aout 2010.

- Bénassy-Quéré A., Coeuré B., Jacquet P. et Pisani-Ferry J. (2004) : *Politique économique* », Ed. De Boeck Université, Bruxelles.
- Berger W. et Kibmer F. (2013) : « Central bank independence and financial stability : A tale of perfect harmony ? », *European Journal of Political Economy*, 31, 109-118.
- Bernanke B. S. (2004 b) : « Remarks at the Meetings of the American Economic Association », San Diego, California, January 3.
- Bernanke B. S. (2009) : « Discours à la London School of Economics », janvier 2009, London, England.
- Bernanke B. S. (2010) : « «Central Bank Independence, Transparency, and Accountability», Speech 524, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Bernanke B. S. (2012) : « The Great Moderation », Hoover Institution, Stanford University Book Chapters.
- Bernanke B. S., Laubach T., Mishkin F. et Posen A. (1999) : « Inflation Targeting: Lessons from the International Experience ». Princeton : Princeton university Press.
- Betbèze J. P., Bordes C., Soubeyran J. C. et Plihon, D. (2011) : « Le central banking » après la crise : deux lectures d'une enquête internationale auprès d'économistes et de banquiers centraux. Rapport sur « Banques centrales et stabilité financière » Paris.
- Blanchard O. (2002): « Monetary policy and unemployment », Conference in Honor of James Tobin, New School, novembre.
- Blanchard O., Dell'Ariccia et Mauro (2010) : « Rethinking Macroeconomic Policy», IMF Staff Position Note, 03.
- Blanchard O., Cohen D. et Johnson, D. (2013) : « Macroéconomie », Pearson Education, coll. « ECO GESTION », 6<sup>e</sup> éd.
- Blinder A. (1997) : « What Central Bankers could Learn from Academics – and vice-versa », *Journal of Economic Perspectives* 11(2), 3-19.
- Blinder A. S., Ehrmann M., Fratzscher M., DE Haan J. et Jansen D.-J. (2008) : « Central Bank Communication and Monetary Policy : a survey of theory and evidence », *Journal of Economic Literature* 46 (4), 910-945.
- Boivin J., Lane T. et Meh C. (2010) : « Should Monetary Policy Be Used to Counteract Financial Imbalances? », *Bank of CANADA Review*, Summer 2010, 23-36
- Bomfim A. et Rudebusch G. (2000): « Opportunistic and deliberate disinflation under imperfect credibility », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, pp. 707–721.
- Bordo M. D. et Siklos P. L. (2015): *Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration*, Working papers n° 20824, National Bureau of Economic Research.

- Bordes C. et Clerc L. (2004) : « Price Stability and the ECB'S Monetary Policy Strategy », *Journal of Economic Surveys*, n° 21 (2), 268-328.
- Borio C. (2011a): « Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters?» BIS Working Papers, n° 353, Bank of International Settlements.
- Borio C. (2014): « Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? », BIS Working Papers? n° 440, Banque for international Settlements.
- Borio C. et Lowe P. (2002): « Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring The Nexus » BIS Working Paper, n° 114, Bank of International Settlements.
- Borio C. et Hofmann, B. (2017) : « Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low?. BIS Working Papers N° 628.
- Boskin M.J, Dulberger E.R, Gordon R.J, Griliches Z. et Jorgenson D. W. (1996) : « Towards a more accurate measure of the cost of living », Final report to the senate finance committée from the advisory commission to study the consumer price index, Washington, D.C.
- Bousrih J. (2011) : « L'adoption de la politique de ciblage de l'inflation dans les marchés émergents Apport théorique et validation empirique », thèse de doctorat soutenue à l'Université de Rennes 1, France.
- Bradley X. et Descamps C. (2005) : « Monnaie, banque et financement », Dalloz, Coll. Hypercours.
- Brana S. Cazals M. et Kauffmann P. (2006) : « Economie monétaire et financière », Travaux dirigés, 2<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris.
- Bricongne J-H. et Fournier J-M. (2008) : « Comment anticiper les décisions de la BCE et de la Fed », Note de conjoncture, Décembre 2008, Paris, PP.45-59.
- Brito R. D. et Bystedt B. (2010) : « Inflation targeting in Emerging economies : Panel evidence », *Journal of Development Economics*, 91 (2), pp. 198–210.
- Bourbonnais R. (2015) : « Econométrie », Edition Dunod, Paris.
- Bowdler C. et Arma R. (2012): « Unconventional monetary policy: the assessment », In *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 28, issue 4, PP. 603-621.
- Butt N., Churm R., McMahon M., Morotz A. et Schanz J. (2014): « QE and the Bank Lending Channel in the United Kingdom ». Bank of England, Working Paper No. 511.
- Camba-Mendez G. (2003) : « The definition of price stability: choosing a price measure » in Banque centrale européenne, in *Background Studies for the ECB's evaluation of its Monetary policy strategy*, édité par O. Issing, Francfort-sur-le-Main, 31-41.

- Canton E. (1996) : « Business cycle in a two-sector model of endogenous growth. Mimeo », Centre for Economic Research, University of Tilburg
- Caporale T. et McKiernan B. (1996) : « The relationship between output variability and growth: Evidence from post-war UK data », *Scottish Journal of Political Economy*, 43, pp. 229–36.
- Carpenter S. J. (2004) : « Transparency and monetary policy : What does the academic literature tell policy makers ? », Finance and Economics Discussion Series 2004-35, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- Carpenter S. J, Ihrig E., Klee D., Quinn A. et Boote (2015): « The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A Primer and Projections », *International Journal of Central Banking* 11 (2): 237–83.
- Carré E. (2014) : « Une histoire du ciblage de l'inflation : Science des théoriciens ou Arts des banquiers centraux ? », L'Harmattan, Cahiers d'économie Politique, Papers in Political Economy, n° 66, PP. 127-171.
- Carré E., Couppey-Soubeyran J. et Dehmel S. (2015): « La coordination entre politique monétaire et politique macroprudentielle. Que disent les modèles DSGE ? », Post-Print hal-01299318. HAL
- Carare A et Stone M. R. (2006): « Inflation targeting regimes », *European Economic Review*, Vol. 50, pp. 1297–1315.
- Carré E., Couppey-Soubeyran J. Plihon D. et Pourroy M. (2015): « Central Banking after the Crisis: Back to the Past? », Political Economy Research Institute, Working paper n° 386.
- Carvalho-Filho I. (2010): « Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment", IMF Working Papers 10/45, International Monetary Fund.
- Cecchetti S. (1997): « Understanding the great depression: Lessons for current policy », NBER Working papers, avril.
- Cecchetti S. et Krause (2002) : « Central bank structure, policy efficiency, and macroeconomic performance: exploring empirical relationships », *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue Jul, pages 47-60.
- Choi K., Jung Ch., Shalbor, W. (2003) : « Macroeconomics effect of inflation targeting policy in New Zealand », *Economic Bulletin*, 5, 17, 1-6.
- Choukairy Widad et Ibenrissoul Nafii (2013): « La stratégie d'assouplissement quantitatif des banques centrales face à la crise : Cas de la BCE et la FED », In: ISSN, Volume 2, n°3, pp. 216-229.

- Chortareas, G., D. Stasavage et G. Sterne (2002): « Does It Pay To Be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts », Review, Banque fédérale de réserve de St. Louis, vol. 84, n°4, p. 99-117.
- Clarida R., Gali J. et Gertler M. (1999): « The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », Journal of Economic Literature, vol. 37, n° 4, décembre, pp. 1661-1707.
- Cœuré B. (2014): « Life Below Zero: Learning About Negative Interest Rates », Speech to the European Central Bank's Money Market Contact Group, Frankfurt am Main, Germany, 9 September.
- Cogan J.F., Cwik T., Taylor J.B. et Wieland V. (2009) : « New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers », NBER Working Papers, n° 14782.
- Coibion O., Gorodnichenko Y. et Weiland J. (2012): « The optimal inflation rate in new keynesian models: should central banks raise their targets in light of the zero lower bound? », Review of Economic studies, 79, 1371-1406.
- Cogley T. et Sargent T. S. (2005) : « Drift and Volatilities : Monetary Policies and Outcomes in the Post WWII US », Review of Economic, dynamics, 8, 262-302.
- Cogley T., Primiceri G. E., Sargent T. S. (2010) : « Inflation-Gap persistence in U.S », American Economic Journal : Macroeconomics, 2, 43-69.
- Côté A. (2014): « Inflation Targeting in the Post-Crisis Era »m Speech to the Calgary CFA Society, Calgary, Alberta, Novembre.
- Croux C., Forni M. et Reichlin L. (2001) : « A mesure of comovement for economic variables Theory and empirics », The Review of Economics and Statistics, 83, (2)232-241.
- Crowe C. et Meade E. (2008) : « Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness », European Journal of Political Economy, vol. 24, n° 4, décembre, pp.763-777.
- Cukierman A. et Meltzer A. (1986) : « A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information», Econometrica 54(5), 1099-1128.
- Cukierman A. (2005) : « The Limits of Transparency », communication présentée le 7 janvier 2006 à la réunion annuelle des Allied Social Science Associations. [http://www.aeaweb.org/annual\\_mtg\\_papers/2006/0107\\_1015\\_0903.pdf](http://www.aeaweb.org/annual_mtg_papers/2006/0107_1015_0903.pdf).
- Cunningham R., Desroches B. et Santor E., (2010): « Inflation Expectations and the Conduct of Monetary Policy: A Review of Recent Evidence and Experience», Bank of Canada Review, Bank of Canada, vol. 2010(Spring), pages 13-25.
- Dale S. et Haldane A. (1995) : « Interest rates and the channels of monetary transmission: Some sectoral estimates », European Economic Review, 1995, vol. 39, issue 9, 1611-1626



- D'arcimoles C-H (1995) : « Diagnostic financier et gestion des ressources humaines : nécessité et pertinence du bilan social », Ed. Economica, collection Recherche en gestion, Paris.
- De Bandt O. et Pfister C. (2003) : « Politique monétaire, capital bancaire et liquidité des marchés ». In: Revue d'économie financière, n°73, Bâle II : Genèse et enjeux. pp. 213-226.
- De Carvalho Filho (2011): « 28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession », MPRA Paper 29100, University Library of Munich, Germany.
- De Grauwe P. (2011) : «Animal spirits and monetary policy», Economic Theory 47, 423-457.
- Delaplace M. (2009) :« Monnaie et financement de l'économie », Dunod, Paris, 3<sup>ème</sup> édition.
- Delaplace M. (2017) : « Monnaie et financement de l'économie », 5<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris.
- Demeestère R. (2002) : « Le contrôle de gestion dans le secteur public », LGDJ, EJA.
- Demertzis M. et Hughes Hallett A. (2007): « Central Bank Transparency in Theory and Practice », Journal of Macroeconomics, vol. 29, n° 4, P. 760-789.
- Demertzis M. et Viegi N. (2009) : « Inflation targeting : a framework for communication», The B.E. Journal of Macroeconomics 99(1), 44.
- Devoluy L.K (1998) : « théorie macroéconomique », édition Armand colin, Paris.
- Dincer N. et Eichengreen B. (2007) : « Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects? », document de travail n°13003, National Bureau of Economic Research.
- Draghi M. (2015): «The ECB's Recent Monetary Policy Measures: Effectiveness and Challenges », Camdessus lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C., 14 May.
- Drazen A. (2000) : « Political economy in macro economics, Princeton University Press.1
- Drazen A. (2002) : « Central Bank Independence, Democracy, and Dollarization », Journal of Applied Economics, 5, 1-17.
- Drumetz F., Pfister C. et Shuc J-G (2015) : « Politique monétaire », De boeck supérieur Louvain-la neuve (Belgique), 2eme Edition.
- Ehrmann M., Eijffinger S. C. W. et Fratzscher M. (2012) : « The rôle of central Bank transparency for guiding private sector forecasts », Scandinavian Journal of Economics, 114, 1018-1052.
- Evans L. Grimes A. et Wilkinson B. (1996): «Economic reform in New-Zealand 1984-95: The pursuit of efficiency», Journal of Economic Literature, 34 (4), pp. 1856-1902.
- Eichengreen B. (2002) : « Can Emerging Markets Float ? Should They Inflation Target? », Central Bank of Brazil, Research Department, 36.

- Eijffinger S. et van der Crujssen C. (2007) : « The Economic Impact of Central Bank Transparency: A Survey », CEPR Discussion Papers 6070, C.E.P.R. Discussion Papers.
- Faust J. et Svensson L. (1998) : « Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals », NBER Working Paper, Vol. 6452. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Fekir H. (2008) : « la crédibilité et l'indépendance des banques centrales : d'Algérie, du Maroc et de la Tunisie. », Mémoire de magister en Analyse économique et développement, université d'Oran.
- Fekir H. et Boulenouar B. (2012) : « Réforme du statut des banques centrales des pays du Maghreb : indépendance et crédibilité. Un état des lieux », Revue Economie et Gestion n° 5- 2011/2012, Université d'Oran2.
- Fekir H. et Boulenouar B. (2015) : « Ciblage d'inflation et performance économiques des banques centrales », Revue Economie et Gestion n° 12- 2014/2015, Université d'Oran2.
- Fisher S. (1991) : « Growth, Macroeconomics, and development, NBER Macroeconomic Annual, 6, pp. 329-364.
- Fisher S. (1993) : « The rôle of macroeconomic factors in growth », Journal of Monetary Economics, 32, PP. 485-512.
- Flouzat D. (1999) : « Le concept de banque centrale », Bulletin de la Banque de France, Numéro 70, disponible sur le site de la Banque de France à L'adresse : [http://www.banques-France.fr/archipel/publications/bdf\\_bm/etudes\\_bdf\\_bm/bdf-bm-70](http://www.banques-France.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf-bm-70) consulté le 02/11/2017.
- Frankel J. (2012) : « The death of inflation targeting », [http : //www.voxeu.org/article/ inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting](http://www.voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting).
- Freedman C. et Laxton D. (2009) : « IT Framework Design Parameters », Working Papers n° 09 /87, Fonds Monétaire International.
- Freedman C. et Laxton D. (2009) : « IT Framework Design Parameters », Working Papers n° 09 /87, Fonds Monétaire International.
- Friedman M. (1984) : « Lessons from the 1979-82 Monetary Policy Experiment », American Economic Review, American Economic Association, vol. 74(2), pages 397-400, May.
- Friedman B. M. et Kuttner K. (1996) : « A price target for US monetary policy ? Lessons from the experience with money growth targets, Brookings Papers on Economic Activity, 1, 77-125.
- Froyen R. (1992) : « Monetary policy and economic activity » in Michele Fratianni et Dominick salvatore (eds), Greenwood press.

- Ftiti Z. et Hichri, W. (2014) : « The price stability under inflation targeting regime : An analysis with a new intermediate approach », *Economic Modelling*, 38, 23-32.
- Ftiti Z., Goux J. F. et Boukhatem J. (2016) : « Ciblage d'inflation et performance macroéconomique : nouvelle approche, nouvelle réponse », <https://www.researchgate.net/publication/304541390>.
- Gali J. et Gambetti L. (2008) : « On the sources of the great Moderation », Working Paper n°14171, National Bureau of Economic Research.
- Gemayel E., Jahan S., and Peter A. (2011) : « What Can Low-Income Countries Expect from Adopting Inflation Targeting? », IMF Working Paper 11/276.
- Geneberg H. (2001) : « Asset Prices, Monetary Policy and Macroeconomic Stability », *Economist Netherlands*, 149(4), 433-53.
- Geraats P. M. (2002) : « Trends in Monetary Policy Transparency », *International Finance* 12(2), 235-268.
- Geraats P. M. (2007) : « The Mystique of Central Bank Speak », *International Journal of Central Banking*, vol. 3, mars, p. 37-80.
- Geraats P. M. (2009) : « Trends in Monetary Policy Transparency », *International Finance* 12(2), 235-268.
- Gertler M. (2005) : « Targeting versus instrument rules for monetary policy – discussion, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), pp. 246–248.
- Giavazzi F. et Giovannini A. (2010) : « The low-interest-rate trap », in <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5309>.
- Glick R. et Leduc S. (2015) : « Unconventional Monetary Policy and the Dollar: Conventional Signs, Unconventional Magnitudes », Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2015-18.
- Gonçalves C.E.S., Salles J.M. (2008) : « Inflation targeting in emerging economies : what do the data say ? », *Journal of Development Economics*, 85, 312-318.
- Gonçalves C. E. et Carvalho A. (2009) : « Inflation Targeting Matters : Evidence from OECD Economies' Sacrifice Ratios », *Journal of Money, Credit and Banking* 41(1), 233-243.
- Goodhart C. et Rochet J-C. (2011) : « Evaluation of the Riksbank's monetary policy and work with financial stability 2005-2010 », Reports from the Riksdag 2010/11:RFR5, The Committee on Finance, Sveriges Riksdag.
- Goodfriend M. et King R.G. (1988) : « Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking », Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, May-June.

- Goodfriend M. (2007): « How the World achieved consensus on monetary policy », *Journal of Economic perspectives*, 21, 47.
- Gordon R.J. (2006) : « The Boskin commission rapport : A retrospective one decade later », Working paper n° 12311, National Bureau of Economic Research.
- Gosselin M. A. (2008) : « La performance des banques centrales en régimes de cibles d'inflation », *Revue de la Banque du Canada*, Hiver 2007-2008, PP. 17-29.
- Greenspan A. (1989) : « Statement and additional material in hearing before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives », Paper presented at the "101st Congress, October 25", Washington: U.S. Government Printing Office.
- Haldane A. G. (1995) : « Targeting Inflation », Bank of England édition, Londres.
- Haldane A G (1997) : « The monetary framework of Norway », p. 67-108 in A B Christiansen and J F Qvigstad (eds.), *Choosing a Monetary Policy Target*, Scandinavian University Press: Oslo.
- Hale G. et Philippov A (2015) : « Is transition to inflation targeting good for growth ? », FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Hamilton J. D., Harris, E. S., Hatzius J. et West K. D. (2015): « The Equilibrium Real Funds Rate: Past, Present, and Future », Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy Working Paper No. 16.
- Hammond G. (2012) : « State of the art of inflation targeting », CCBS Handbook no 29. Feb. 2012, Bank of England.
- Hammond G., Kanbur R. et Prasad E. (2009) : « Monetary Policy Frameworks for Emerging Markets », Edward Elgar.
- Handbury J., Watanabe T. et Weinstein D.E. (2013): « How Much do official price indexes tell us about inflation », Working paper n° 19504, National Bureau of Economic Research.
- Ho W. M. (1996) : « The imperfect information, money and economic growth », *Journal of Money Credit and Banking*, 28 (4), 578-603.
- Hollnagel E., Woods D.D et Leveson N. (2006) : « Resilience Engineering: concepts and precepts. London: Taylor & Francis.
- Hubbard R. G., Kuttner K. N. et Palia D. N. (1999):« Are there Bank effects in Borrower Cost of Funds? Evidence from a Matched Sample of Borrowers and Banks », mimeo, Columbia University, *Journal of Business*.
- Hyvonen M. (2004) : «Inflation Convergence across Countries », Discussion paper 2004-04. Sydney: Reserve Bank of Australia.

- Issing O. (2012) : « The Mayekawa Lecture: Central Banks- Paradise Lost », Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Novembre, pp 5574.
- Job L. (2009) : « Stratégies de politique monétaire: analyse d'expériences et propositions », Cyfrowa Biblioteka Prawnicza.
- Johnson D. R. (2002) : « The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation : Evidence from an 11 Country Panel ». *Journal of Monetary Economics*, 49, pp. 1493–1519.
- Jonung L (1986) : « Uncertainty of inflationary perceptions and expectations », *Journal of Economic Psychology* 7, 315-325.
- Justiniano A. et Primiceri G. E. (2008) : « The Time Varying Volatility of Macroeconomic Fluctuations », *American Economic Review*, 98, 604-641.
- Kaldor N. (1985) : *Le Fléau du monétarisme*, Paris, Economica.
- Kempf H. et Lantieri M. (2008) : « La gouvernance des banques centrales dans les pays émergents et en développement : le cas de l'Afrique subsaharienne », *Bulletin mensuel de la Banque de France*, n° 171, mars, pp. 83-98.
- Khan M. S. et Senhadji A. S. (2001) : « Threshold effects in the relationship between inflation and growth », *International Monetary Fund Staff Papers*, 1, 1-21.
- King M. (2005) : « Monetary policy : Practice ahead of theory », *Mais Lecture 200*, Cass Business School.
- Kishan R. P. et Opiela T. P. (2000): « Bank Size, Bank Capital, and the Bank Lending Channel », *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (1), 121-141.
- Kontonikas A. (2004) : « Inflation and inflation uncertainty in the United Kingdom, evidence from GARCH modelling », *Economic Modelling*, 21, 525-543.
- Krishnamurthy A. et Vissing-Jorgensen A. (2013): « The Ins and Outs of LSAPs », *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Proceedings of the Economic Policy Symposium held by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Krugman P. (1998): « It's back: Japan's slump and the return of the liquidity trap » *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137-187.
- Kryvtsov O. et Mendes R. (2015) : « The Optimal Level of the Inflation Target: A Selective Review of the Literature and Outstanding Issues », *Discussion Papers 15-8*, Bank of Canada.
- Kumhof (2002) : « Kumhof M.(2002) : « A Critical View of Inflation Targeting: Crises, Limited Sustainability, and Aggregate Shocks », *Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series*, in: Norman Loayza Raimundo Soto and Norman Loayza (Series Editor) &

- Klaus Schmidt-Hebbel (Series Editor) (ed.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, edition 1, volume 5, chapter 8, pages 349-394 Central Bank of Chile.
- Kuttner K. (2004) : « The Role of Policy Rules in Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 86(4), 89-111.
- Kydland F. et Prescott E. (1977) : « Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy* 85(3), 473-91.
- Landais B. (2007): « Le monétarisme », Edition Economica, paris.
- Landais B. (2008): « Leçons de politique monétaire », Edition de boeck Université. Bruxelles.
- Landerretche O., Corbo V. et Schmidt Hebbel K. (2001) : « Does Inflation Targeting Make a Difference ? » *Working Papers Central Bank of Chile*, 106.
- Lane T. D., Griffiths M. et Prati A. (1995): « Can Inflation targets Help Make Monetary Policy Credible? », *Finance and Development, IMF*, 32: 20-23.
- Lavigne R. et Renelt D. (1992) : « A sensitivit analysis of cross-country growt regressions ». *American Economic Review* 82, 942–963.
- Lavigne R., Rhys R. Mendes et Subrata Sarker (2012) :«Inflation Targeting: The Recent International Experience », *International Economic Analysis Department, Bank of Canada, Spring*.
- Lavigne R., Sarker S. et Vasishtha G. (2014): « Spillover Effects of Quantitative Easing on Emerging-Market Economies », *Bank of Canada Review* PP. 23–33.
- Leiderman L. et Svensson L. (1995) : « Inflation Targets », *Centre for Economic Policy Research Edition, Londres*.
- Lehmann P. J. (2011) : «La politique monétaire : institutions, instruments et mécanismes », Ed. hermès-Lavoisier, collection finance et économie.
- Levin A. et Williams J. (2003) : « Parameter Uncertainty and the central bank's objective function », mimeo.
- Levin A. T., Natalucci F. M. et Piger J. M. (2004) : « The macroeconomic effects of inflation targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August 2004, 86, 4, pp. 51-80.
- Lin S. et Ye H. (2009) : «Does inflation targeting make a difference in developing countries?», *Journal of Development Economics* 89(1), 118-123.
- Lin S. et Ye H. (2012) :« What to Target ? Inflation or Exchange Rate », *Southern Economic Journal* 78(4), 1202-1221.
- Li F. et St-Amant P. (2010): «Tensions financières, politique monétaire et activité économique », *Revue de la Banque du Canada*, automne, pp. 11-20.

- Loisel O. (2006): « La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo keynésienne », Bulletin de la Banque de France, n° 149, mai, pp. 21-32.
- Liu Z., Waggoner D. et Zha T. (2011) : « Sources of Macroeconomic Fluctuations : A Regime-Switching DSGE Approach », Quantitative Economics, 2, 251-301.
- Loisel O. et Mesonnier J-S. (2009) : Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise. In : Publication Banque de France, n°1, Avril 2009.
- Lorino (2003) : « Méthodes et pratiques de la performance », Editions d'organisation, troisième édition, Paris
- Lucas R. (1996): « Monetary Neutrality », Nobel lecture, journal of political economy, Vol. 104, N° 4, PP.661-682.
- Lucotte Y. (2011) : Etudes des interactions entre les stratégies de ciblage d'inflation et leur contexte institutionnel : Application aux économies émergentes, Thèse de Doctorat de l'Université, Université d'Orléans, France.
- Macklem T. (2005) : « Commentry: Central Bank Communication and Policy Effectiveness», The Greenspan Era: Lessons for the Future, actes d'un symposium tenu sous les auspices de la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming) du 25 au 27 août, Kansas City, Banque fédérale de réserve de Kansas City, p. 475-494.
- Marteau D. et De la Chaise E. (1988) : « Le Marché monétaire et la gestion de trésorerie des banques », Dunod Paris.
- Masson P., Savastano M.A. et Sharma S. (1997): « The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries », IMF Working Paper No. 97/130.
- McAndrews J. (2015): « Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where Is the Lower Bound? », Speech to the University of Wisconsin–Madison, Madison, Wisconsin, 8 May.
- McCallum B. (1998) : « Inflation targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General », NBER Working Papers 5579.
- Mishkin F. S. (1999) : « International Experiences with Different Monetary Policy Regimes », NBER Working Paper 6965, <http://www.nber.org/papers/w6965.pdf>
- Mishkin F. S. (2000) : « What Should Central Banks Do ? », Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 82(6), pp. 1-13.
- Mishkin F. S. (2004) : «Can Central Bank Transparency Go Too Far?», The Future of Inflation Targeting, sous la direction de C. Kent et S. Guttman, actes d'un colloque tenu au H. C. Coombs Centre for Financial Studies à Kirribilli (Australie) les 9 et 10 août, Sydney, Banque de réserve d'Australie, p. 48-65.
- Mishkin F. S. (2007 a): Monetary policy strategy, Cambridge, MIT Press.

- Mishkin F. S. (2008): « Challenges for Inflation Targeting in Emerging Market Countries, Emerging Market and Trade », November-December, vol. 44 No.6, 5-16.
- Mishkin F. S. (2010) : « Will monetary policy become more of a science ? », Springer Berlin Heidelberg, pp : 81-103.
- Mishkin F. S. (2011) : « Monetary Policy Strategy : lessons from the crisis », National Bureau of Economic research.
- Mishkin F. S. et Posen A. S. (1998) : « Inflation Targeting: Lessons from Four Countries », NBER Working Papers 6126, National Bureau of Economic Research, Inc, Published.
- Mishkin F. S. et Schmidt-Hebbel K. (2007) : « Does Inflation Targeting Make a Difference ? », Document de travail n°12876, National Bureau of Economic Research.
- Miniaoui H. et Smida M. (2008): « Crédibilité des autorités monétaires et transparence - Quelle complémentarité dans le cas de la Tunisie? », Une contribution au débat. L'Actualité économique 842 PP. 205–234.
- Mollick V., Torres R. et Carneiro F. (2008) : « Does Inflation Targeting Matter for Output Growth ? », Evidence from Industrial and Emerging Economies, World Bank Policy Research Working Paper Series, n° 4791.
- Mourougane A. (1998) : « Indépendance de la banque centrale et politique monétaire européenne : application au cas de la banque centrale européenne », Revue Française d'Economie.
- Muet P.-A. (1992) : « Théorie et modèles de la macroéconomie », Economica, Paris.
- Muller P. et Zelmer M. (1999) : « Greater Transparency in Monetary Policy : Impact on Financial Markets, rapport technique n° 86, Banque du Canada.
- Munroe P., Parent N. et Parker R. (2003). « Une évaluation du régime des dates d'annonce préétablies », Revue de la Banque du Canada, automne, p. 3-12.
- Naqvi B. et Rizvo S K A (2009) : « Inflation Targeting Framework: Is the Story different for Asian Economies? », MPRA Paper 19546, University of Muenchen.
- Nelson E. et Schwartz A. J. (2007) : « The impact of Milton Friedman on Modern Monetary Economics: setting the record straighton Paul Krahman's 'How was Milton Friedman ? », Working paper n° 13546, National Bureau of Economic research.
- Neumann M. J. M. et von Hagen. (2002) : « Does Inflation Targeting Matter? », Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 84(4), 127-148.
- Orphanides A. (2003b): « Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule », Board of Governors of the Federal Reserve System.



- Orphanides A. (2007): « Taylor Rules », Working paper (Finance and Economic Discussion Series), Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Orphanides A. (2009) : « Reflections on inflation Targeting », Speech at the 6<sup>th</sup> Norges Bank monetary policy, cité par B. Bernanke et Woodford, eds, « Inflation Targeting », University of Chicago Press.
- Orphanides A. et Wieland V. (2000) : « Inflation Zone Targeting », *European Economic Review*, 44, 1351-1387.
- Orphanides A. et Williams J. C. (2003) : « Inflation scares and forecast-based monetary policy », Working Paper Series 2003-11, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Ottavj C. (2014) : « Monnaie et financement de l'économie », éd. Hachette, Paris.
- Padoa-schioppa T. (1991) : « les banques centrales, les systèmes de paiement et le marché unique », Banca d'Italia, Economique bulletin.
- Panizza U. et Wyplosz C. (2016) : « The folk theorem of decreasing effectiveness of monetary policy : What do the data say ? ».
- Parent N., Munroe P. et Parker R. (2003) : « Une évaluation du régime des dates d'annonce préétablies », revue de la Banque du Canada, automne, P. 3-12.
- Parkin M. (1974) : « Inflation : Causes, effects and Cures », *Economic Papers*, The economic Society of Australia, Vol. 1 (45), PP. 17-25, March.
- Patinkin D. (1972) : « La monnaie, l'intérêt et les prix », PUF, Paris.
- Perrier P. et Amano R. (2000) : « Credibility and monetary policy », *Bank of Canada Review*, (Spring), 11-17.
- Persson T. et Tabellini G. (1994) : « Monetary and fiscal policy » Cambridge Mass : The MIT Press.
- Pétursson T. G. (2004): « The effects of inflation targeting on macroeconomic performance », Central Bank of Iceland, Working Paper Series, n°23.
- Pétursson T. G. et Thórarinn, G. (2009) : « Inflation control around the world : Why are some countries more successful than others ? », Central Bank of Iceland.
- Pierdzioch C. et Rulke J-C. (2013) : « Do inflation targets anchor expectations ? », *Economic Modelling*, 35, 214-223.
- Pollin J-P (2002) : « Pour une stratégie de cible d'inflation dans la zone euro », *Revue d'Economie Financière*, n°65.
- Poole W. (1999): « Monetary policy rules », Review of Federal Reserve Bank of Saint-Louis.
- Posen P. S. et Mishkin F. S. (1998) : « Inflation targeting : lessons from four countries », NBER Working Papers 6126.

- Rajhi T. et Villieu P. (1993) : « Accélération monétaire et croissance endogène », *Revue économique*, n°44, 2, Mars, pp 257-285
- Rapports du FMI (2005 et 2008).
- Ravenna F. et Seppälä J. (2007): « Monetary policy, expected inflation and inflation risk premia », Bank of Finland, 18/2007.
- Reifschneider D. et J.C. Williams (2000) : « Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era », *Conference Series Proceedings*, Federal Reserve Bank of Boston, pp. 936-978.
- Reza A., Santor E. et Suchanek, L. (2015): « Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound », Bank of Canada Staff Discussion Paper No. 2015-14.
- Rich G. (2000) : « Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective », *International Finance*, 3 (11), 439-69.
- Rochet J.C. et Vives, X. (2002): « Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All? », *CEPR Discussion Paper*, 3233, February.
- Roger S. et Stone M. (2005) : « On Target ? The International Experience with Achieving Inflation Targets », *IMF Working Papers*, Aug. 05/163, International Monetary Fund.
- Roger S. (2010) : « Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà », *Finances et Développement*.
- Rogers J.H., Scotti C. et Wright J.H.(2014) : « Evaluating Asset-market Effects of Unconventional Monetary Policy : A Cross-country Comparison », Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n° 1101.
- Romer D. et Romer C. (1989): « Does monetary policy matter? A new test in the spirit of Friedman and Schwartz », *NBER Macroeconomic Annual*, n°4.
- Rosa J.J (1998) : « Des responsabilités partagées », *Figaro-Economie*, 9 Octobre.
- Roubini, N. et Sala-i-Martin, X. (1992) : « A growth model of inflation, tax evasion and financial repression », *NBER Working Paper*, N°4062.
- Rudebusch G. et Svensson L. E. O. (1999) : « Policy Rules for inflation Targeting », *NBER chapters*, in *Monetary policy rules*, 203-262, National Bureau of Economic Research.
- Sachs G. (1996) : «The International Economic Analyst », volume 11, issue 6 Juin 1996
- Salle I. (2013) : « Ciblage de l'inflation, transparence et anticipations – une revue de la littérature récente », *Revue d'économie politique* 2013/5 (Vol. 123), p. 697-736. DOI 10.3917/redp.235.0697.
- Santor E. et Suchanek L. (2013): « Unconventional Monetary Policies: Evolving Practices, Their Effects and Potential Costs », *Bank of Canada Review* (spring): 1–15.

- Sargent T. et Wallace N. (1975): « Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule », *Journal of Political Economy*, n°83.
- Sarwat J. (2018) : « Inflation Targeting : Holding the line », *Finance et Développement*, FMI, <https://www.inf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>, consulté le 19/12/2018.
- Sayari, Z. (2013): « Etude des performances de la politique économique: l'exemple du ciblage d'inflation en contexte de ruptures structurelles », Thèse de Doctorat, soutenue à l'Université de Grenoble, France.
- Schaling, E. (1995) : « Institutions and Monetary policy », Edward Elgar.
- Schmidt-Hebbel K. et Werner K. (2002) : « Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico : Performance, Credibility, and the Exchange Rate », *Working Papers Central Bank of Chile*, 171.
- Schmidt-Hebbel K. et Carrasco M. (2016) : « The Past and Future of Inflation Targeting: Implications for Emerging-Market and Developing Economies » : *Monetary policy in India : A Modern macroeconomic Perspective* PP.583-622.
- Sherwin M. (1999a): «strategic choices in inflation targeting: the New Zealand experience », *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 62 (2).
- Shirakawa (2011) : « Global imbalances and current account imbalances », *Financial Stability Review*, Banque de France, Issue 15, PP. 113-125.
- Sill K. (2004): « What accounts for the postwar decline in economic volatility? », *Philadelphia Economic Review*.
- Singleton J. (2006): « central banking in the british dominions, 1930-2000», *Asia-Pacific Economic and Business History Conference*, 16-18 février.
- Srinivasan N. (2008): « From the Great Inflation to the Great Moderation: A Literature Survey », *Journal of Quantitative Economics*, vol. 6, n° 1-2, janvier-juillet, pp. 40-56
- Stein J. C. (2012): « Evaluating Large-Scale Asset Purchases », *Speech to the Brookings Institution*, Washington, D.C., 11 October.
- Stiglitz J. (2008) : « The Urgent need to abandon inflation targeting », in *Project Syndicate*, 6 mai.
- Stark (2011) : « Real GDP in annual revisions to the U.S. National accounts : 1966-2011 », *Research Rap Special Report*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Issue Aug.
- Stone M. R., Roger S., Nordstrom A., Shimizu S., Kisinbay T. et Restrepo J. (2009) : «The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies», *International Monetary Fund Occasional Paper* No. 267.

- Summers L. (2014) : «U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound », in *Business Economics*, vol. 49, n° 2.
- Svensson L. (1997a) : « Optimal inflation targeting: Further developments of inflation targeting », in F. S. Mishkin et K. Schmidt-Hebbel, eds, « *Monetary Policy Under Inflation Targeting* », Vol. XI, Banco central de Chile, Santiago, Chile.
- Svensson L. (1997b) : « Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks and linear inflation Contracts », *American Economic Review* 87(1), 98-114.
- Svensson L. (1999) : « Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule », *Journal of Monetary Economics*, 43, 607-654.
- Svensson L. (1999b) : « Price Stability as a Target for Monetary Policy : Defining and Maintaining Price Stability ». NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Inc, 7276.
- Svensson L. (2002) : « Inflation Targeting: Should it be modeled as an Instrument or a Targeting Rule? » NBER working paper 8925, May 2002.
- Svensson L. (2009) : « Optimization under Commitment and Discretion, the recursive Saddlepoint Method, and Targeting Rules and Instrument Rules », Lecture notes.
- Taylor J. B. (1993) : « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214, décembre.
- Trichet J. C. (2003) : « The ECB's monetary policy strategy after the evaluation and clarification of May 2003 », discours à l'occasion du center for Financial Studies's key event, Francfort-sur-le-Main, 20 novembre ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).
- Trichet J. C. (2008) : « Central banks and the public: the importance of communication », Lord Roll Memorial Lecture, Daiwa Anglo-Japanese Foundation, Londres, 18 novembre, [http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp081118\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp081118_2.en.html).
- Taylor J. B. et Williams (2010) : « Simple and robust rules for monetary policy », Working Paper n° 15908, National Bureau of Economic Research.
- Truman E. M. (2003) : « Optimization under Commitment and Discretion, the recursive Saddlepoint Method, and Targeting Rules and Instrument Rules », Lecture notes.
- Van Den Heuvel S. J. (2002) : « The Bank Capital Channel of Monetary Policy », mimeo, University of Pennsylvania, Department of Economics, décembre.
- Van der Cruysen C. et M. Demertzis (2007) : « The Impact of Central Bank Transparency on Inflation Expectations », *European Journal of Political Economy*, vol. 23, n° 1, mars, pp. 51-66.

- Van der Crujisen C., S.C.W. Eijffinger et L.H. Hoogduin (2010) : « Optimal Central Bank Transparency », *Journal of International Money and Finance*, vol. 29, n° 8, décembre, pp. 1482-1507.
- Vega M. et Winkelried D. (2005) : « Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story ? », *EconWPA*, 0502026.
- Vickers J. (1998) : « Inflation Targeting in Practice: the UK Experience », *Quarterly bulletin* November, Bank of England, Vol. 38, PP. 368-375.
- Vickers J. (2000) : « Monetary Policy and Asset Prices », *The Manchester School*, vol. 68, n° 5, septembre, pp.1-22.
- Walsh Carl (1995) : « is new Zealand's reserve bank act of 1989 an optimal central bank contract? », *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (4), p. 1179-1191.
- Walsh C. (1999) : « Announcements, Inflation Targeting and Central Bank Incentives », *Economica* 66(262), 255-69.
- Watanagase T. (2005) : « Role of central bank in financial stability », In speech to a symposium on the « Design of an effective central bank », jointly organised by the Bank on International Settlements and the Bank of Thailand (vol .20).
- Weber E. (2011) : « Analyzing US output and the great moderation by simultaneous unobserved components », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 43, 1579-1597.
- Witmer J. et Yang, J. (2016) : « Estimating Canada's Effective Lower Bound », *Bank of Canada Review* (spring): 3–14.
- Woodford M. (2003a) : « Interest and prices foundation of theory of monetary policy », Princeton University press.
- Woodford M. (2005a) : « Central Bank Communication and Policy Effectiveness », NBER Working Paper (11898).
- Woodford M. (2012) : « Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound », In Columbia University, Septembre 2012.
- Yee C. et College S (2017) : « Is Inflation Targeting Harmful for Economic Growth in Emerging Market and Developing Economies? », *Questions d'économie politique*, Vol 26 (2), 2017, 284-300

## ANNEXES

### Echantillon des pays de notre étude

| Les pays cibleurs d'inflation |      |                  |      | Les pays non cibleurs* |               |
|-------------------------------|------|------------------|------|------------------------|---------------|
| I                             | II   | III              | IV   | V                      | VI            |
| Angleterre                    | 1992 | Chili            | 1990 | Belgique               | Algérie       |
| Australie                     | 1993 | Colombie         | 1999 | Danemark               | Cote d'Ivoire |
| Canada                        | 1991 | Rép. Dominicaine | 2011 | France                 | Jordanie      |
| Corée du sud                  | 1998 | Guatemala        | 2005 | Luxembourg             | Maroc         |
| Islande                       | 2001 | Hongrie          | 2001 | Pays bas               | Malaisie      |
| Nouvelle Zélande              | 1990 | Inde             | 2015 |                        | Panama        |
| Norvège                       | 2001 | Paraguay         | 2013 |                        | Singapore     |
| Suède                         | 1993 | Philippine       | 2002 |                        | Tunisie       |
| Suisse                        | 2000 | Thaïlande        | 2000 |                        |               |

Source : Roger (2010), Hammond G. (2012), Schmidt-Hebbel K. et Carrasco M. (2016), Sarwat J. (2018) et des mises à jour des sites Web de certaines banques centrales.

I) Pays développés II) Date d'adoption du ciblage de l'inflation, III) Pays Emergents et en développement, IV) Date d'adoption du ciblage de l'inflation, V) pays développés non cibleurs, VI) pays Emergents et en développement non cibleurs.

Dans le but de s'assurer de la stationnarité des variables et éviter les problèmes de non représentativité de la régression du modèle estimé, à l'instar de Bourbonnais R. (2015), on utilise les tests de racine unitaire « Unit Root Test », qui permettent la détection de la non stationnarité et son origine (Processus TS ou DS). A cet effet, il est généralement le test de Dickey-Fuller augmenté (ADF).

Les tableaux de 1 à 8 représentent les résultats de l'application de ce type de test aux variables de notre modèle.

Tableau 1 : Résultat du test de stationnarité de la variable performance de l' inflation

Null Hypothesis: PERFORMANCE\_INFLATION has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.309334   | 0.0234 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(PERFORMANCE\_INFLATION)

Method: Least Squares

Date: 12/16/19 Time: 17:11

Sample (adjusted): 2 31

Included observations: 30 after adjustments

| Variable                  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|---------------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| PERFORMANCE_INFLATION(-1) | -0.573068   | 0.173167              | -3.309334   | 0.0026   |
| C                         | -3.401301   | 1.368167              | -2.486028   | 0.0192   |
| R-squared                 | 0.281161    | Mean dependent var    |             | 0.101989 |
| Adjusted R-squared        | 0.255488    | S.D. dependent var    |             | 5.501874 |
| S.E. of regression        | 4.747298    | Akaike info criterion |             | 6.017369 |
| Sum squared resid         | 631.0315    | Schwarz criterion     |             | 6.110782 |
| Log likelihood            | -88.26053   | Hannan-Quinn criter.  |             | 6.047253 |
| F-statistic               | 10.95169    | Durbin-Watson stat    |             | 1.972567 |
| Prob(F-statistic)         | 0.002578    |                       |             |          |

Tableau 2: Résultat du test de stationnarité de la variable inflation-pré

Null Hypothesis: XPRES has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.393923   | 0.0192 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(XPRE)

Method: Least Squares

Date: 12/16/19 Time: 17:12

Sample (adjusted): 2 31

Included observations: 30 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|-------|
|----------|-------------|------------|-------------|-------|

|                    |           |                       |           |           |
|--------------------|-----------|-----------------------|-----------|-----------|
| XPRE(-1)           | -0.585126 | 0.172404              | -3.393923 | 0.0021    |
| C                  | 5.413806  | 1.939479              | 2.791371  | 0.0093    |
| R-squared          | 0.291475  | Mean dependent var    |           | -0.031806 |
| Adjusted R-squared | 0.266170  | S.D. dependent var    |           | 6.966371  |
| S.E. of regression | 5.967662  | Akaike info criterion |           | 6.474928  |
| Sum squared resid  | 997.1638  | Schwarz criterion     |           | 6.568341  |
| Log likelihood     | -95.12392 | Hannan-Quinn criter.  |           | 6.504812  |
| F-statistic        | 11.51871  | Durbin-Watson stat    |           | 1.902754  |
| Prob(F-statistic)  | 0.002075  |                       |           |           |

Tableau 3 : Résultat du test de stationnarité de la variable Volatilité inflation

Null Hypothesis: VOLATILITE\_INFLATION has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  |           | t-Statistic | Prob.* |
|--|-----------|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic |           | -4.430396   | 0.0015 |
| Test critical values:                  | 1% level  | -3.670170   |        |
|  | 5% level  | -2.963972   |        |
|  | 10% level | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOLATILITE\_INFLATION)

Method: Least Squares

Date: 12/16/19 Time: 17:14

Sample (adjusted): 2 31

Included observations: 30 after adjustments

| Variable                 | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|--------------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| VOLATILITE_INFLATION(-1) | -0.827215   | 0.186714              | -4.430396   | 0.0001   |
| C                        | -3.435025   | 1.116944              | -3.075378   | 0.0047   |
| R-squared                | 0.412116    | Mean dependent var    |             | 0.030537 |
| Adjusted R-squared       | 0.391120    | S.D. dependent var    |             | 5.596509 |
| S.E. of regression       | 4.367000    | Akaike info criterion |             | 5.850370 |
| Sum squared resid        | 533.9793    | Schwarz criterion     |             | 5.943783 |
| Log likelihood           | -85.75555   | Hannan-Quinn criter.  |             | 5.880254 |
| F-statistic              | 19.62841    | Durbin-Watson stat    |             | 1.935187 |
| Prob(F-statistic)        | 0.000131    |                       |             |          |



Tableau 4 : Résultat du test de stationnarité de la variable Volatilité inflation-Pré

Null Hypothesis: VXPRES has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -4.451234   | 0.0014 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(VXPRES)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 17:14  
 Sample (adjusted): 2 31  
 Included observations: 30 after adjustments

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| VXPRES(-1)         | -0.832454   | 0.187016              | -4.451234   | 0.0001    |
| C                  | 5.069081    | 1.464448              | 3.461429    | 0.0017    |
| R-squared          | 0.414391    | Mean dependent var    |             | -0.032522 |
| Adjusted R-squared | 0.393476    | S.D. dependent var    |             | 6.411319  |
| S.E. of regression | 4.993111    | Akaike info criterion |             | 6.118336  |
| Sum squared resid  | 698.0723    | Schwarz criterion     |             | 6.211749  |
| Log likelihood     | -89.77504   | Hannan-Quinn criter.  |             | 6.148219  |
| F-statistic        | 19.81348    | Durbin-Watson stat    |             | 1.947313  |
| Prob(F-statistic)  | 0.000124    |                       |             |           |

Tableau 5 : Résultat du test de stationnarité de la variable performance croissance

Null Hypothesis: PERFORMANCE\_CROISSANCE has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -5.552777   | 0.0001 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(PERFORMANCE\_CROISSANCE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 18:41  
 Sample (adjusted): 2 31  
 Included observations: 30 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|-------|
|----------|-------------|------------|-------------|-------|

|                            |           |                       |           |           |
|----------------------------|-----------|-----------------------|-----------|-----------|
| PERFORMANCE_CROISSANCE(-1) | -1.060800 | 0.191039              | -5.552777 | 0.0000    |
| C                          | 0.158558  | 0.267497              | 0.592745  | 0.5581    |
| R-squared                  | 0.524079  | Mean dependent var    |           | -0.034354 |
| Adjusted R-squared         | 0.507082  | S.D. dependent var    |           | 2.069182  |
| S.E. of regression         | 1.452733  | Akaike info criterion |           | 3.649111  |
| Sum squared resid          | 59.09215  | Schwarz criterion     |           | 3.742524  |
| Log likelihood             | -52.73667 | Hannan-Quinn criter.  |           | 3.678995  |
| F-statistic                | 30.83333  | Durbin-Watson stat    |           | 1.971645  |
| Prob(F-statistic)          | 0.000006  |                       |           |           |

Tableau 6 : Résultat du test de stationnarité de la variable Croissance-Pré

Null Hypothesis: YPRE has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -5.898084   | 0.0000 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(YPRE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 18:57  
 Sample (adjusted): 2 31  
 Included observations: 30 after adjustments

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| YPRE(-1)           | -1.100913   | 0.186656              | -5.898084   | 0.0000   |
| C                  | 3.902139    | 0.721696              | 5.406899    | 0.0000   |
| R-squared          | 0.554051    | Mean dependent var    |             | 0.068750 |
| Adjusted R-squared | 0.538124    | S.D. dependent var    |             | 2.528444 |
| S.E. of regression | 1.718367    | Akaike info criterion |             | 3.984967 |
| Sum squared resid  | 82.67803    | Schwarz criterion     |             | 4.078380 |
| Log likelihood     | -57.77450   | Hannan-Quinn criter.  |             | 4.014851 |
| F-statistic        | 34.78740    | Durbin-Watson stat    |             | 2.017330 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000002    |                       |             |          |

Tableau 7 : Résultat du test de stationnarité de la variable performance de la volatilité de la croissance

Null Hypothesis: VOLATILITE\_CROISSANCE has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -4.954704   | 0.0004 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VOLATILITE\_CROISSANCE)

Method: Least Squares

Date: 12/16/19 Time: 17:15

Sample (adjusted): 2 31

Included observations: 30 after adjustments

| Variable                  | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|---------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| VOLATILITE_CROISSANCE(-1) | -0.939518   | 0.189621   | -4.954704   | 0.0000 |
| C                         | -0.973998   | 0.312312   | -3.118669   | 0.0042 |

|                    |           |                       |          |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared          | 0.467165  | Mean dependent var    | 0.019495 |
| Adjusted R-squared | 0.448135  | S.D. dependent var    | 1.765406 |
| S.E. of regression | 1.311478  | Akaike info criterion | 3.444527 |
| Sum squared resid  | 48.15928  | Schwarz criterion     | 3.537940 |
| Log likelihood     | -49.66790 | Hannan-Quinn criter.  | 3.474411 |
| F-statistic        | 24.54909  | Durbin-Watson stat    | 2.007908 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000031  |                       |          |

Tableau 8 : Résultat du test de stationnarité de la variable Volatilité croissance-Pré

Null Hypothesis: VYPRE has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -5.042430   | 0.0003 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(VYPRE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 18:59  
 Sample (adjusted): 2 31  
 Included observations: 30 after adjustments

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| VYPRE(-1)          | -0.951989   | 0.188796              | -5.042430   | 0.0000    |
| C                  | 3.002941    | 0.650181              | 4.618625    | 0.0001    |
| R-squared          | 0.475912    | Mean dependent var    |             | -0.000516 |
| Adjusted R-squared | 0.457194    | S.D. dependent var    |             | 1.937935  |
| S.E. of regression | 1.427780    | Akaike info criterion |             | 3.614460  |
| Sum squared resid  | 57.07960    | Schwarz criterion     |             | 3.707873  |
| Log likelihood     | -52.21690   | Hannan-Quinn criter.  |             | 3.644343  |
| F-statistic        | 25.42610    | Durbin-Watson stat    |             | 2.019260  |
| Prob(F-statistic)  | 0.000025    |                       |             |           |

Les précédents tableaux, nous renseigne que, dans l'ensemble, les probabilités sont inférieures à 5% et que les t-statistique au seuil de 5% sont inférieures à leurs valeurs tabulaire (ADF) donc nous pouvons conclure que les variables ne possèdent pas de racines et elles sont stationnaires à leurs niveaux.

Afin de tester la validité de notre modèle, on test la stationnarité des résidus. Celle-ci est vérifiée par le même test (ADF). Les résultats sont représentés dans les tableaux de 9 à 15.

Tableau 9 : Résultat du test de stationnarité des résidus de l'inflation

Null Hypothesis: RESIDU\_INFLATION has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -4.241174   | 0.0024 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RESIDU\_INFLATION)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 18:22  
 Sample (adjusted): 2 31  
 Included observations: 30 after adjustments

| Variable             | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| RESIDU_INFLATION(-1) | -0.819419   | 0.193206   | -4.241174   | 0.0002 |
| C                    | 0.014592    | 0.162173   | 0.089977    | 0.9289 |

|                    |           |                       |          |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared          | 0.391140  | Mean dependent var    | 0.049468 |
| Adjusted R-squared | 0.369395  | S.D. dependent var    | 1.117122 |
| S.E. of regression | 0.887114  | Akaike info criterion | 2.662655 |
| Sum squared resid  | 22.03521  | Schwarz criterion     | 2.756068 |
| Log likelihood     | -37.93982 | Hannan-Quinn criter.  | 2.692538 |
| F-statistic        | 17.98756  | Durbin-Watson stat    | 1.989388 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000219  |                       |          |

Tableau 10 : Résultat du test de stationnarité des résidus de la volatilité de l'inflation

Null Hypothesis: RESIDU\_VOL\_INFLATION has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -4.642888   | 0.0009 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RESIDU\_VOL\_INFLATION)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 18:25  
 Sample (adjusted): 2 31  
 Included observations: 30 after adjustments

| Variable                 | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|--------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| RESIDU_VOL_INFLATION(-1) | -0.870379   | 0.187465   | -4.642888   | 0.0001 |
| C                        | 0.013599    | 0.190515   | 0.071381    | 0.9436 |

|                    |           |                       |           |
|--------------------|-----------|-----------------------|-----------|
| R-squared          | 0.434987  | Mean dependent var    | -0.000833 |
| Adjusted R-squared | 0.414808  | S.D. dependent var    | 1.363901  |
| S.E. of regression | 1.043354  | Akaike info criterion | 2.987099  |
| Sum squared resid  | 30.48047  | Schwarz criterion     | 3.080512  |
| Log likelihood     | -42.80649 | Hannan-Quinn criter.  | 3.016983  |
| F-statistic        | 21.55641  | Durbin-Watson stat    | 1.935747  |
| Prob(F-statistic)  | 0.000074  |                       |           |

Tableau 11: Résultat du test de stationnarité des résidus de la volatilité de l'inflation sans le Chili

Null Hypothesis: RESIDU\_VOL\_INFLATION1 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.487992   | 0.0167 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.711457   |        |
| 5% level                               | -2.981038   |        |
| 10% level                              | -2.629906   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RESIDU\_VOL\_INFLATION1)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 19:02  
 Sample (adjusted): 3 31  
 Included observations: 26 after adjustments

| Variable                     | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|------------------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| RESIDU_VOL_INFLATION1(-1)    | -0.948393   | 0.271902              | -3.487992   | 0.0020   |
| D(RESIDU_VOL_INFLATION1(-1)) | 0.096536    | 0.201411              | 0.479301    | 0.6363   |
| C                            | -0.003888   | 0.142993              | -0.027191   | 0.9785   |
| R-squared                    | 0.439250    | Mean dependent var    |             | 0.000135 |
| Adjusted R-squared           | 0.390489    | S.D. dependent var    |             | 0.933779 |
| S.E. of regression           | 0.729013    | Akaike info criterion |             | 2.313916 |
| Sum squared resid            | 12.22357    | Schwarz criterion     |             | 2.459081 |
| Log likelihood               | -27.08090   | Hannan-Quinn criter.  |             | 2.355718 |
| F-statistic                  | 9.008230    | Durbin-Watson stat    |             | 1.850079 |
| Prob(F-statistic)            | 0.001291    |                       |             |          |

Tableau 12 : Résultat du test de stationnarité des résidus de la croissance

Null Hypothesis: RESIDU\_CROISSANCE has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -4.058057   | 0.0038 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RESIDU\_CROISSANCE)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 19:03  
 Sample (adjusted): 2 31  
 Included observations: 30 after adjustments

| Variable              | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| RESIDU_CROISSANCE(-1) | -0.741865   | 0.182813              | -4.058057   | 0.0004    |
| C                     | 0.018388    | 0.222364              | 0.082692    | 0.9347    |
| R-squared             | 0.370331    | Mean dependent var    |             | -0.002158 |
| Adjusted R-squared    | 0.347843    | S.D. dependent var    |             | 1.507776  |
| S.E. of regression    | 1.217623    | Akaike info criterion |             | 3.296019  |
| Sum squared resid     | 41.51299    | Schwarz criterion     |             | 3.389433  |
| Log likelihood        | -47.44029   | Hannan-Quinn criter.  |             | 3.325903  |
| F-statistic           | 16.46783    | Durbin-Watson stat    |             | 2.036181  |
| Prob(F-statistic)     | 0.000360    |                       |             |           |

Tableau 13 : Résultat du test de stationnarité des résidus de la croissance sans L'Islande

Null Hypothesis: RESIDU\_CROISSANCE1 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -3.532863   | 0.0144 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.689194   |        |
| 5% level                               | -2.971853   |        |
| 10% level                              | -2.625121   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RESIDU\_CROISSANCE1)

Method: Least Squares

Date: 12/16/19 Time: 19:04

Sample (adjusted): 2 31

Included observations: 28 after adjustments

| Variable               | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|------------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| RESIDU_CROISSANCE1(-1) | -0.642703   | 0.181921              | -3.532863   | 0.0016   |
| C                      | 0.011442    | 0.188447              | 0.060717    | 0.9520   |
| R-squared              | 0.324344    | Mean dependent var    |             | 0.001929 |
| Adjusted R-squared     | 0.298357    | S.D. dependent var    |             | 1.190323 |
| S.E. of regression     | 0.997063    | Akaike info criterion |             | 2.900745 |
| Sum squared resid      | 25.84752    | Schwarz criterion     |             | 2.995902 |
| Log likelihood         | -38.61042   | Hannan-Quinn criter.  |             | 2.929835 |
| F-statistic            | 12.48112    | Durbin-Watson stat    |             | 2.155089 |
| Prob(F-statistic)      | 0.001560    |                       |             |          |

Tableau 14 : Résultat du test de stationnarité des résidus de la volatilité de la croissance

Null Hypothesis: RESIDU\_VOL\_CROISSANCE has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -5.266124   | 0.0002 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.670170   |        |
| 5% level                               | -2.963972   |        |
| 10% level                              | -2.621007   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(RESIDU\_VOL\_CROISSANCE)

Method: Least Squares

Date: 12/16/19 Time: 19:05

Sample (adjusted): 2 31

Included observations: 30 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|-------|
|----------|-------------|------------|-------------|-------|

|                           |           |                       |           |          |
|---------------------------|-----------|-----------------------|-----------|----------|
| RESIDU_VOL_CROISSANCE(-1) | -0.993610 | 0.188680              | -5.266124 | 0.0000   |
| C                         | 0.009170  | 0.133447              | 0.068714  | 0.9457   |
| R-squared                 | 0.497596  | Mean dependent var    |           | 0.014828 |
| Adjusted R-squared        | 0.479653  | S.D. dependent var    |           | 1.013229 |
| S.E. of regression        | 0.730894  | Akaike info criterion |           | 2.275243 |
| Sum squared resid         | 14.95776  | Schwarz criterion     |           | 2.368656 |
| Log likelihood            | -32.12864 | Hannan-Quinn criter.  |           | 2.305127 |
| F-statistic               | 27.73206  | Durbin-Watson stat    |           | 1.972113 |
| Prob(F-statistic)         | 0.000013  |                       |           |          |

Tableau 15: Résultat du test de stationnarité des résidus de la volatilité de la croissance sans l'Islande

Null Hypothesis: RESIDU\_VOL\_CROISSANCE1 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

|  | t-Statistic | Prob.* |
|--|-------------|--------|
| Augmented Dickey-Fuller test statistic | -5.472300   | 0.0001 |
| Test critical values:                  |             |        |
| 1% level                               | -3.689194   |        |
| 5% level                               | -2.971853   |        |
| 10% level                              | -2.625121   |        |

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RESIDU\_VOL\_CROISSANCE1)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/16/19 Time: 19:06  
 Sample (adjusted): 2 31  
 Included observations: 28 after adjustments

| Variable                   | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.    |
|----------------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| RESIDU_VOL_CROISSANCE1(-1) | -1.071546   | 0.195813              | -5.472300   | 0.0000   |
| C                          | -0.004395   | 0.122129              | -0.035989   | 0.9716   |
| R-squared                  | 0.535267    | Mean dependent var    |             | 0.012593 |
| Adjusted R-squared         | 0.517392    | S.D. dependent var    |             | 0.929951 |
| S.E. of regression         | 0.646037    | Akaike info criterion |             | 2.032828 |
| Sum squared resid          | 10.85144    | Schwarz criterion     |             | 2.127985 |
| Log likelihood             | -26.45959   | Hannan-Quinn criter.  |             | 2.061918 |
| F-statistic                | 29.94607    | Durbin-Watson stat    |             | 2.011946 |
| Prob(F-statistic)          | 0.000010    |                       |             |          |

De même que précédemment, les précédents tableaux de 9 à 15, nous renseigne que, dans l'ensemble, les probabilités sont inférieures à 1% (exception faite pour la volatilité de l'inflation sans le Chili et de la croissance sans l'Islande sont inférieures à 5%) et que les t-statistique au seuil de 5% sont inférieures à leurs valeurs tabulaire (ADF) donc nous pouvons conclure que les



résidus ne possèdent pas de racines et elles sont stationnaires à leurs niveaux, alors notre modèle est accepté

Tableau 16: Résultats des estimations par MCO de la performance du ciblage d'inflation en termes du niveau d'inflation (Colonne a du Tableau n°3.5)

Dependent Variable: PERFORMANCE\_INFLATION

Method: Least Squares

Date: 04/03/19 Time: 13:33

Sample: 1 31

Included observations: 31

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| DUMMY    | -0.856924   | 0.367323   | -2.332889   | 0.0271 |
| XPRES    | -0.753235   | 0.029033   | -25.94421   | 0.0000 |
| C        | 1.453653    | 0.303189   | 4.794546    | 0.0000 |

|                    |           |                       |           |
|--------------------|-----------|-----------------------|-----------|
| R-squared          | 0.970402  | Mean dependent var    | -5.975443 |
| Adjusted R-squared | 0.968288  | S.D. dependent var    | 5.063626  |
| S.E. of regression | 0.901726  | Akaike info criterion | 2.722753  |
| Sum squared resid  | 22.76705  | Schwarz criterion     | 2.861526  |
| Log likelihood     | -39.20266 | Hannan-Quinn criter.  | 2.767989  |
| F-statistic        | 459.0050  | Durbin-Watson stat    | 1.592842  |
| Prob (F-statistic) | 0.000000  |                       |           |

Graphique 3.1: Résidus de l'inflation du tableau n°3.5

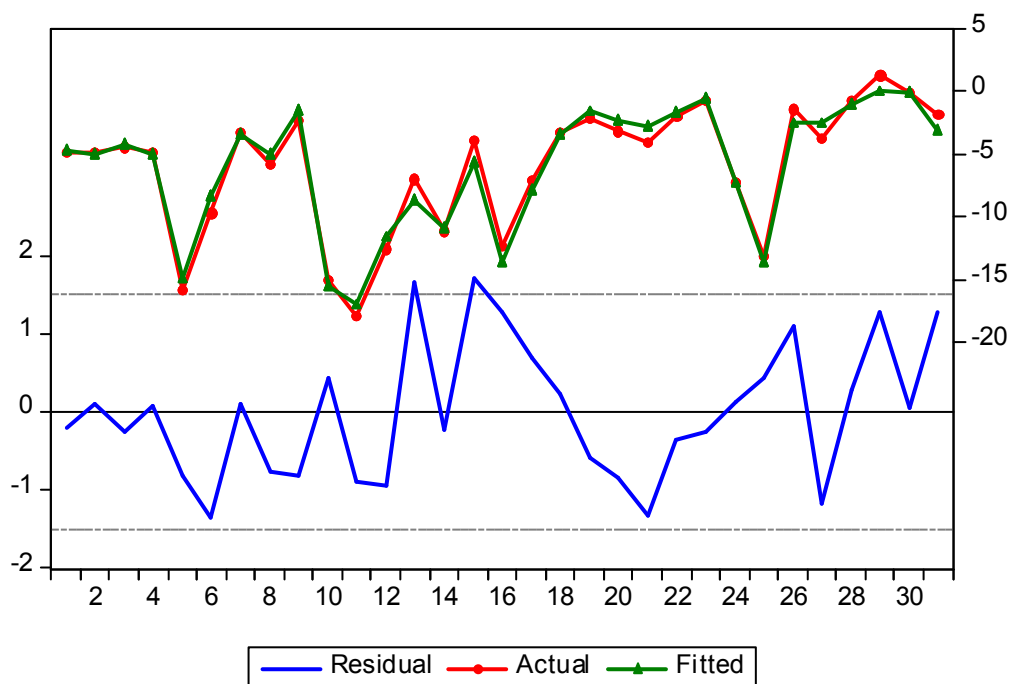


Tableau 17 : Résultats des estimations par MCO de la performance du ciblage d'inflation en termes de volatilité d'inflation (Colonne b du Tableau n°3.5)

Dependent Variable: VOLATILITE\_INFLATION

Method: Least Squares

Date: 04/03/19 Time: 13:41

Sample: 1 31

Included observations: 31

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| DUMMY    | -0.115643   | 0.395042   | -0.292736   | 0.5719 |
| VXPRE    | -0.846044   | 0.040372   | -20.95603   | 0.0000 |
| C        | 1.048261    | 0.349353   | 3.000581    | 0.0056 |

|                    |           |                       |           |
|--------------------|-----------|-----------------------|-----------|
| R-squared          | 0.943419  | Mean dependent var    | -4.116483 |
| Adjusted R-squared | 0.939378  | S.D. dependent var    | 4.289459  |
| S.E. of regression | 1.056131  | Akaike info criterion | 3.038868  |
| Sum squared resid  | 31.23157  | Schwarz criterion     | 3.177641  |
| Log likelihood     | -44.10245 | Hannan-Quinn criter.  | 3.084104  |
| F-statistic        | 233.4347  | Durbin-Watson stat    | 1.727308  |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000  |                       |           |

Graphique 3.2: Résidus de la volatilité de l'inflation (Colonne b du Tableau n°3.5)

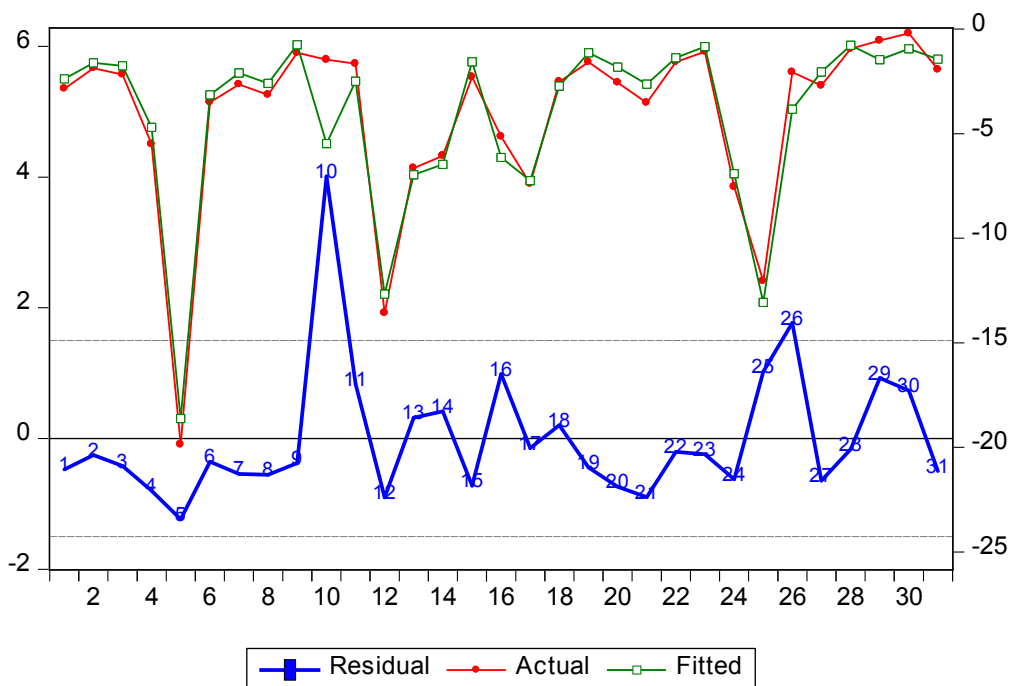


Tableau 18 : Résultats des estimations par MCO de la performance du ciblage d'inflation en termes de volatilité d'inflation (Colonne c du Tableau n°3.5 sans le Chili)

Dependent Variable: VOLATILITE\_INFLATION

Method: Least Squares

Date: 04/04/19 Time: 11:43

Sample: 1 9 11 31

Included observations: 30

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| DUMMY              | -0.343357   | 0.273921              | -1.253487   | 0.1008 |
| VXPRE              | -0.849799   | 0.027703              | -30.67570   | 0.0000 |
| C                  | 1.065968    | 0.239671              | 4.447632    | 0.0001 |
| R-squared          | 0.973983    | Mean dependent var    | -4.204909   |        |
| Adjusted R-squared | 0.972055    | S.D. dependent var    | 4.333955    |        |
| S.E. of regression | 0.724491    | Akaike info criterion | 2.287944    |        |
| Sum squared resid  | 14.17194    | Schwarz criterion     | 2.428064    |        |
| Log likelihood     | -31.31916   | Hannan-Quinn criter.  | 2.332769    |        |
| F-statistic        | 505.3852    | Durbin-Watson stat    | 1.803450    |        |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000    |                       |             |        |

Graphique 3.3: Résidus de la volatilité de l'inflation (Colonne c du Tableau n°3.5 sans le Chili)

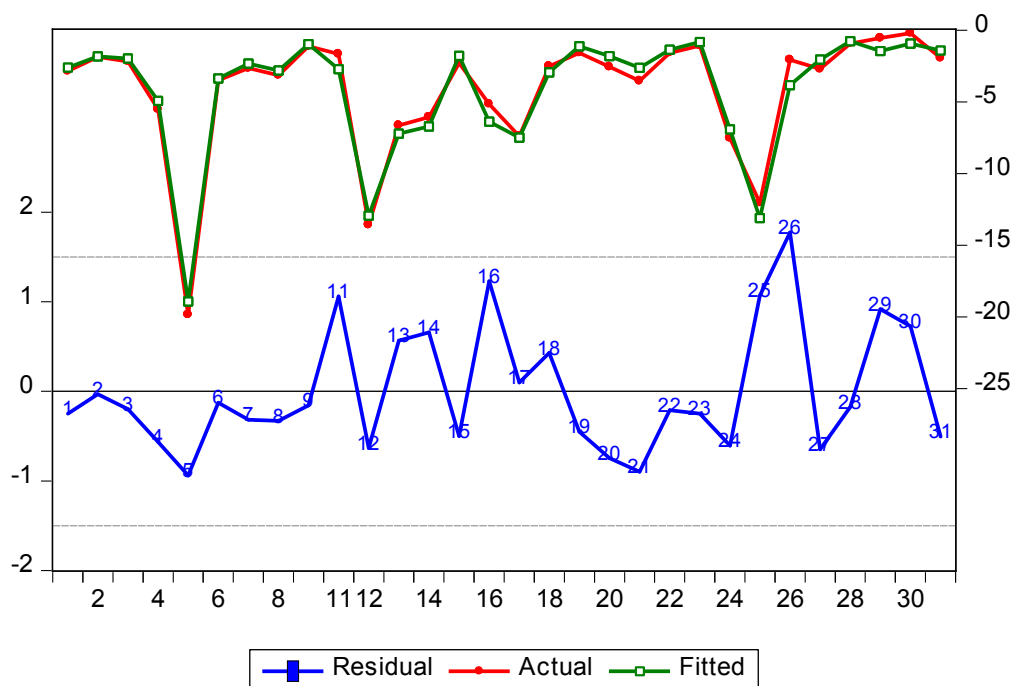


Tableau 19 : Résultats des estimations par MCO de la performance du ciblage d'inflation en termes de croissance (Colonne d du Tableau n°3.6)

Dependent Variable: PERFORMANCE\_CROISSANCE

Method: Least Squares

Date: 04/03/19 Time: 13:48

Sample: 1 31

Included observations: 31

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| DUMMY    | 0.133669    | 0.463539   | 0.288366    | 0.5752 |
| YPRE     | -0.403501   | 0.137869   | -2.926708   | 0.0067 |
| C        | 1.478955    | 0.616920   | 2.397320    | 0.0234 |

|                    |           |                       |          |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared          | 0.240375  | Mean dependent var    | 0.141523 |
| Adjusted R-squared | 0.186116  | S.D. dependent var    | 1.406404 |
| S.E. of regression | 1.268794  | Akaike info criterion | 3.405777 |
| Sum squared resid  | 45.07549  | Schwarz criterion     | 3.544550 |
| Log likelihood     | -49.78954 | Hannan-Quinn criter.  | 3.451013 |
| F-statistic        | 4.430152  | Durbin-Watson stat    | 1.462623 |
| Prob(F-statistic)  | 0.021300  |                       |          |

Graphique 3.4: Résidus de la croissance (Colonne d du Tableau n°3.6)

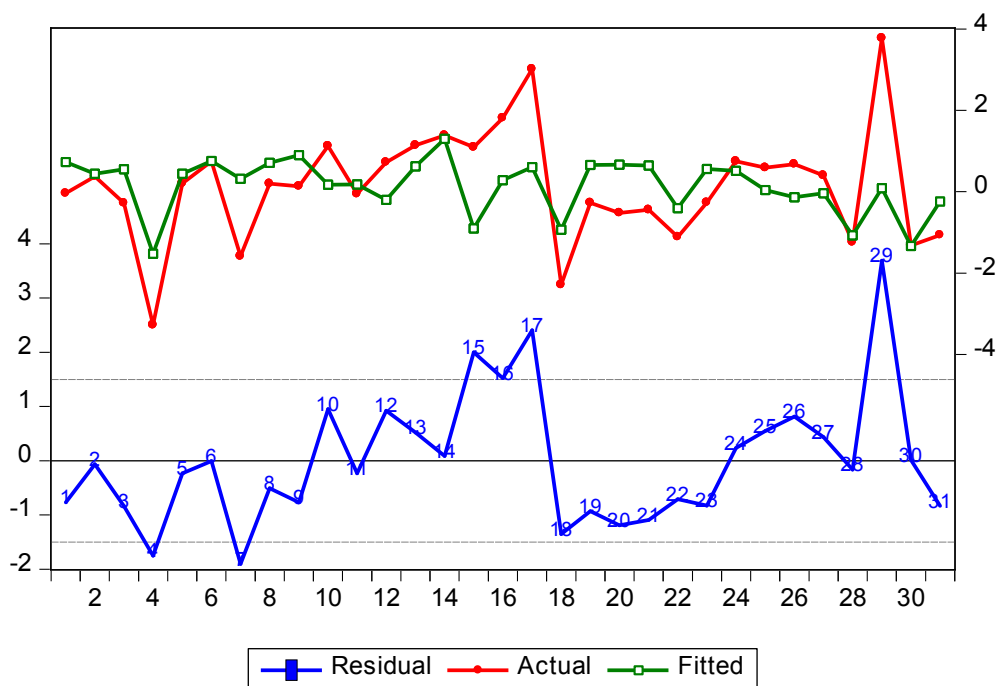


Tableau 20 : Résultats des estimations par MCO de la performance du ciblage d'inflation en termes de croissance (Colonne e du Tableau n°3.6 sans l'Islande)

Dependent Variable: PERFORMANCE\_CROISSANCE

Method: Least Squares

Date: 04/04/19 Time: 12:10

Sample: 1 28 30 31

Included observations: 30

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| DUMMY    | 0.444270    | 0.396650   | 1.120057    | 0.1126 |
| YPRE     | -0.392671   | 0.115222   | -3.407951   | 0.0021 |
| C        | 1.131690    | 0.524254   | 2.158668    | 0.0399 |

|                    |           |                       |          |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared          | 0.536029  | Mean dependent var    | 0.020387 |
| Adjusted R-squared | 0.486846  | S.D. dependent var    | 1.255230 |
| S.E. of regression | 1.060022  | Akaike info criterion | 3.049096 |
| Sum squared resid  | 30.33845  | Schwarz criterion     | 3.189215 |
| Log likelihood     | -42.73643 | Hannan-Quinn criter.  | 3.093921 |
| F-statistic        | 6.832221  | Durbin-Watson stat    | 1.304441 |
| Prob(F-statistic)  | 0.003972  |                       |          |

Graphique 3.5: Résidus de la croissance (Colonne e du Tableau n°3.6 sans l'Islande)

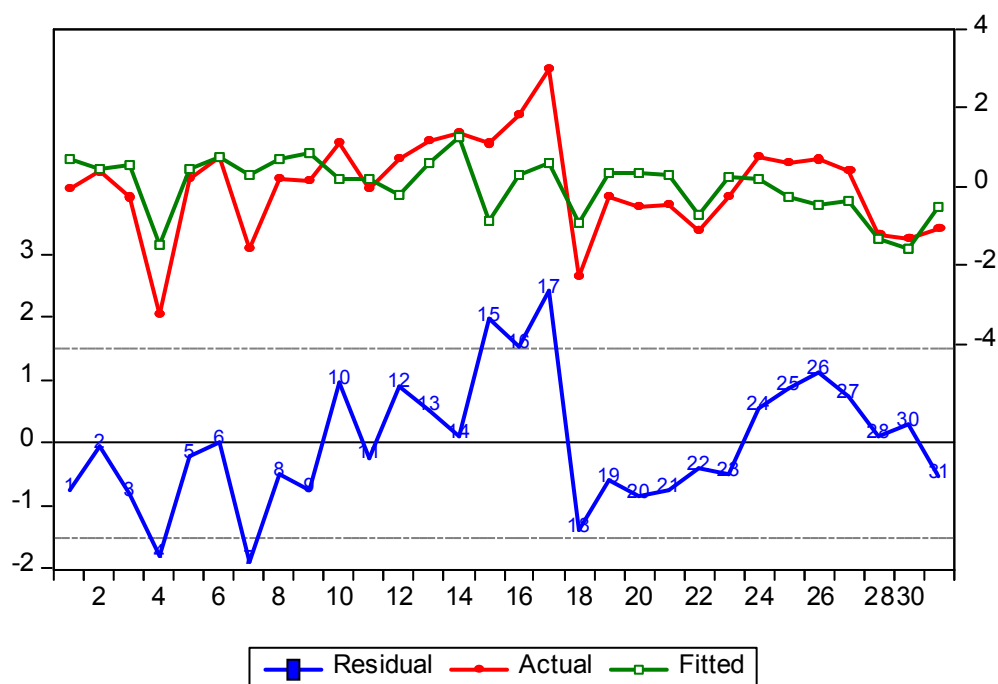


Tableau 21 : Résultats des estimations par MCO de la performance du ciblage d'inflation en termes de volatilité de la croissance (colonne f du tableau 3.6)

Dependent Variable: VOLATILITE\_CROISSANCE

Method: Least Squares

Date: 04/03/19 Time: 13:36

Sample: 1 31

Included observations: 31

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| DUMMY    | -0.128224   | 0.267470   | -0.479393   | 0.4354 |
| VYPRE    | -0.762767   | 0.096853   | -7.875543   | 0.0000 |
| C        | 1.431652    | 0.375065   | 3.817076    | 0.0007 |

|                    |           |                       |           |
|--------------------|-----------|-----------------------|-----------|
| R-squared          | 0.689014  | Mean dependent var    | -1.033940 |
| Adjusted R-squared | 0.666801  | S.D. dependent var    | 1.269505  |
| S.E. of regression | 0.732802  | Akaike info criterion | 2.307882  |
| Sum squared resid  | 15.03595  | Schwarz criterion     | 2.446655  |
| Log likelihood     | -32.77217 | Hannan-Quinn criter.  | 2.353119  |
| F-statistic        | 31.01809  | Durbin-Watson stat    | 1.980519  |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000  |                       |           |

Graphique 3.6: Résidus de la volatilité de la croissance (colonne f du tableau 3.6)

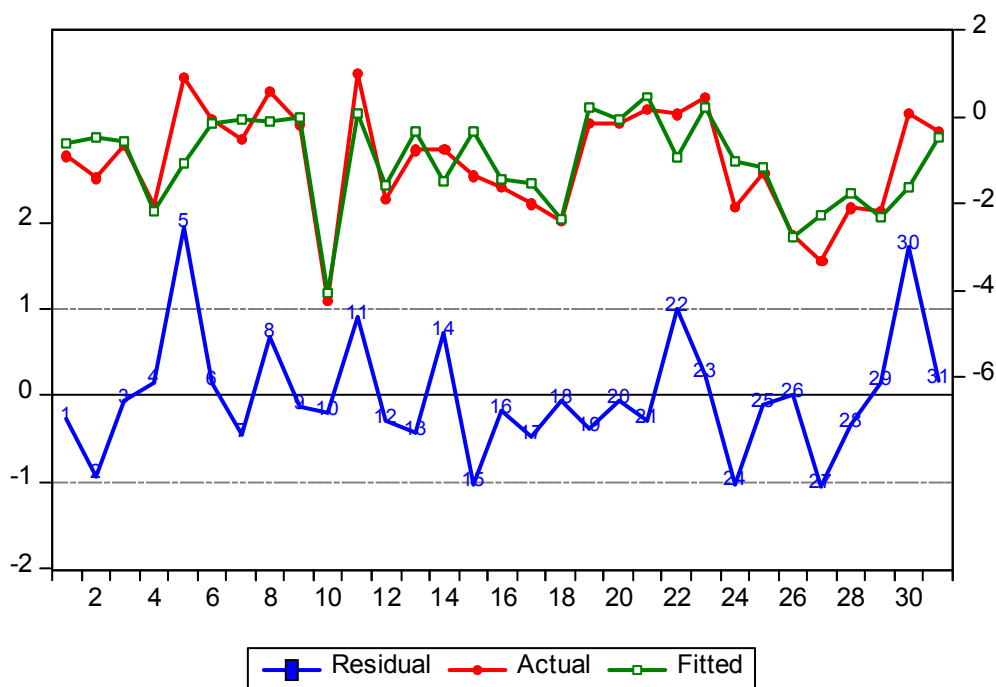


Tableau 22: Résultats des estimations par MCO de la performance du ciblage d'inflation en termes de volatilité de la croissance (colonne g du tableau n°3.6 sans l'Islande)

Dependent Variable: VOLATILITE\_CROISSANCE

Method: Least Squares

Date: 04/04/19 Time: 12:53

Sample: 1 4 6 31

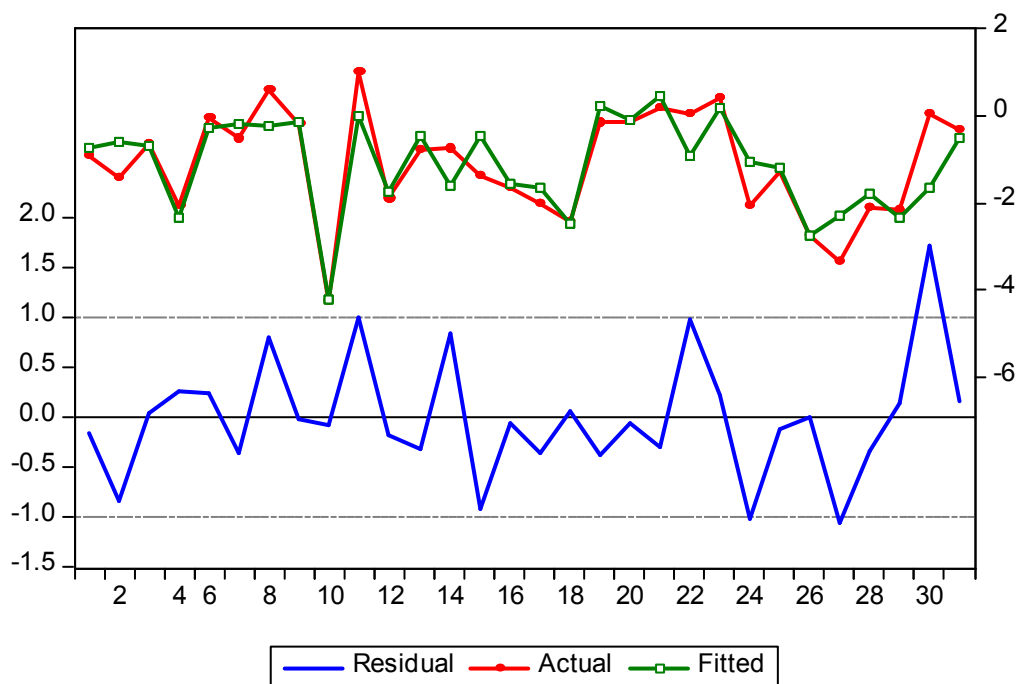
Included observations: 30

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| DUMMY    | -0.243464   | 0.235788   | -1.032555   | 0.0910 |
| VYPRE    | -0.764406   | 0.084347   | -9.062589   | 0.0000 |
| C        | 1.436986    | 0.326636   | 4.399344    | 0.0002 |

|                    |           |                       |           |
|--------------------|-----------|-----------------------|-----------|
| R-squared          | 0.752876  | Mean dependent var    | -1.098303 |
| Adjusted R-squared | 0.734571  | S.D. dependent var    | 1.238694  |
| S.E. of regression | 0.638173  | Akaike info criterion | 2.034225  |
| Sum squared resid  | 10.99615  | Schwarz criterion     | 2.174344  |
| Log likelihood     | -27.51337 | Hannan-Quinn criter.  | 2.079050  |
| F-statistic        | 41.12852  | Durbin-Watson stat    | 2.197096  |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000  |                       |           |

Graphique 3.7: Résidus de la volatilité de la croissance (colonne g du tableau n°3.6 sans l'Islande)



## Liste des Tableaux

|   |     |
|---|-----|
| Tableau n°3.1: Ciblage d'inflation et réalisation des objectifs ciblés.....                                       | 154 |
| Tableau n°3.2: Les cibles d'inflation annoncées et perçues de certaines banques centrales.....                    | 162 |
| Tableau n°3.3 : Indépendance et prise de décisions des comités de politiques monétaires.....                      | 165 |
| Tableau n°3.4: Responsabilité et Transparence des banques centrales.....  | 169 |
| Tableau 3.5 : Récapitulatif des signes attendus.....  | 184 |
| Tableau n°3.6: la performance du ciblage d'inflation en termes d'inflation et sa volatilité.....                  | 188 |
| Tableau n°3.7: Estimation de l'effet du ciblage d'inflation sur le PIB et sa volatilité (1980-2017).....          | 191 |
| Tableau.3.8 Comparaison des niveaux de l'inflation, du PIB et leurs volatilités par niveau de développement ..... | 196 |



## Liste des Figures

|   |     |
|---|-----|
| Figure 1 .1: Le carré magique de Kaldor.....  | 29  |
| Figure 1.2 : Les instruments de la politique monétaires.....                              | 38  |
| Figure 1.3 : Séquence des réactions des objectifs de la politique monétaire.....          | 43  |
| Figure 2.1 : Gouvernance de la banque centrale.....                                       | 77  |
| Figure 2.2 : Représentation des choix stratégiques en matière de ciblage d'inflation..... | 114 |

## Liste des Graphiques

|   |         |
|---|---------|
| Graphique 1.1 : Taux d'intérêt nominaux et réels dans les principaux pays développés (en %).                              | 36      |
| Graphique 1.2: les phénomènes d'antisélection et de hasard moral.   | 48      |
| Graphique 1.3. Politique monétaire et anticipations rationnelles.   | 54      |
| Graphique 1.4: Total des actifs sur les bilans des banques centrales (En pourcentage du PIB, les données trimestrielles). | 60      |
| Graphiques 1.5 : La Politique monétaire des taux d'intérêt.   | 61      |
| Graphique 1.6 : Effet des politiques monétaires non conventionnelles sur la courbe de rendement (exemple illustratif).    | 62      |
| Graphique 1.7 : Les courbes de rendement des obligations d'État.  | 65      |
| Graphique 3.1 : évolution graphique du taux d'inflation dans les pays de notre échantillon.                               | 185     |
| Graphique 3. 2 : Evolution de la volatilité de l'inflation durant la période 1980-2017.                                   | 186     |
| Graphique 3.3: Performances réalisées en matière de croissance économique de notre échantillon avant et après la crise.   | ;...187 |

## Table des matières

|   |      |
|---|------|
| Remerciements.....  | i    |
| Sommaire.....   | ii   |
| Introduction Générale .....   | I    |
| A. Contexte économique général .....  | I    |
| B. Méthodologie et structure de la thèse .....  | VIII |
| Chapitre 1 : Actions des banques centrales et conduite de la politique monétaire.....   | 1    |
| Introduction.....   | 2    |
| Section 1. Banque centrale : fonctions, métiers et objectifs.....                       | 4    |
| Introduction.....   | 4    |
| 1.1. Relation monnaie centrale et circuit des paiements.....                            | 7    |
| 1.1.1. La monnaie centrale.....   | 7    |
| 1.1.2. Les opérations de refinancement.....   | 9    |
| 1.1.2.1. La politique des taux directeurs.....  | 9    |
| 1.1.2.2. La stabilité financière.....   | 10   |
| 1.2. Fonctions et métiers de la Banque centrale.....                                    | 12   |
| 1.2.1. Formulation et mise en œuvre de la politique monétaire.....                      | 12   |
| 1.2.2. Les opérations de change.....  | 13   |
| 1.2.2.1. Les mécanismes d'interventions en matière de change de la banque centrale..... | 13   |
| 1.2.2.2. Régime de change et défense du taux de change.....                             | 14   |
| 1.2.3. Les services rendus par la banque centrale à la collectivité.....                | 15   |
| 1.2.3.1. Les services rendus au système financier.....                                  | 15   |
| 1.2.3.2. Les services rendus à certains agents spécifiques.....                         | 16   |
| 1.3. Objectifs de la banque centrale.....   | 16   |
| Section 2. La politique monétaire : définition et mise en œuvre.....                    | 24   |
| Introduction.....   | 24   |

|   |    |
|---|----|
| 2.1. Définition.....  | 25 |
| 2.2. Objectifs et enjeux de la politique monétaire.....                             | 26 |
| 2.2.1. Objectifs finaux ou carré magique de Kaldor.....                             | 28 |
| 2.2.2. Objectifs intermédiaires .....   | 29 |
| 2.2.2.1. Le contrôle de la masse monétaire.....                                     | 31 |
| 2.2.2.1.1. La surveillance du rythme de la croissance des agrégats monétaires.....  | 32 |
| 2.2.2.1.2. La stabilité de la vitesse de la circulation de la monnaie.....          | 33 |
| 2.2.2.2. Le contrôle des taux d'intérêt.....  | 33 |
| 2.2.2.3. Le contrôle du taux de change.....   | 36 |
| 2.3. Les instruments et les canaux de transmission de la politique monétaire.....   | 38 |
| 2.3.1. Les instruments directs.....   | 39 |
| 2.3.2. Les instruments indirects.....   | 39 |
| 2.3.2.1. Influence sur la liquidité bancaire.....                                   | 39 |
| 2.3.2.2. Influence par actions sur les taux.....                                    | 42 |
| 2.3.3. Les canaux de transmission de la politique monétaire.....                    | 44 |
| 2.3.3.1. Le canal des taux d'intérêt.....   | 44 |
| 2.3.3.2. Le canal du prix des actifs.....   | 45 |
| 2.3.3.3. Le canal du taux de change.....  | 46 |
| 2.3.3.4. Le canal du crédit.....  | 47 |
| 2.3.3.5. Le canal des anticipations.....  | 52 |
| 2.3.3.5.1. La politique Monétaire et anticipations adaptatives.....                 | 52 |
| 2.3.3.5.2. Politique monétaire et anticipations rationnelles.....                   | 53 |
| Section 3. Politique monétaire non conventionnelle : avantages et conséquences..... | 56 |
| 3.1. Instruments non conventionnels.....  | 57 |
| 3.1.1. L'assouplissement quantitatif (achats d'actifs à grande échelle).....        | 58 |
| 3.1.2. La politique des taux d'intérêt faibles.....                                 | 58 |

|   |     |
|---|-----|
| 3. 2. Efficacité des politiques monétaires non conventionnelles.....  | 59  |
| 3.2.1. Mesures actuelles et expériences internationales .....   | 59  |
| 3.2.2. Les canaux de transmission et leur efficacité.....   | 61  |
| 3.3. Conséquences non prévues des politiques monétaires non conventionnelles.....                               | 65  |
| 3.4. Facteurs influençant l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles.....                      | 67  |
| 3.5. Limites et inconvénients des politiques monétaires non conventionnelles.....                               | 67  |
| Conclusion .....  | 71  |
| Chapitre 2 : Crédibilité de la banque centrale, conduite du ciblage d'inflation et effets macroéconomiques..... | 73  |
| Introduction .....  | 74  |
| Section 1 : Crédibilité et indépendance des banques centrales : une revue de la littérature récente .....       | 77  |
| 1.1. Crédibilité.....   | 78  |
| 1.1.1. Les fondements de la notion de crédibilité.....  | 79  |
| 1.1.2. Le cadre analytique de la notion de crédibilité.....   | 83  |
| 1.1.3. Mesure de la crédibilité.....  | 86  |
| 1.2. Indépendance : arguments et effets .....   | 87  |
| 1.2.1. Transparence et communication.....   | 90  |
| 1.2.2. Arguments en faveur de la transparence.....  | 93  |
| 1.2.3. Domaines de la communication des banques centrales.....  | 95  |
| 1.2.4. Effets de la communication.....  | 96  |
| 1.2.4.1. Les effets exercés sur les marchés financiers.....   | 96  |
| 1.2.4.2. Les effets exercés sur l'économie.....   | 98  |
| Section 2: Le ciblage d'inflation et sa règle de conduite.....  | 100 |
| Introduction.....   | 100 |
| 2.1. La stabilité des prix.....   | 101 |
| 2.1.1. La stabilité des prix comme un objectif de la politique monétaire .....                                  | 101 |

|  |     |
|--|-----|
| 2.1.2. Critères de mesure de la stabilité des prix.....  | 104 |
| 2.2. Stratégie du ciblage d'inflation : aspects théoriques et analytiques .....  | 107 |
| 2.2.1. Origine et cadre analytique du ciblage d'inflation.....   | 108 |
| 2.2.1.1. Définition du ciblage d'inflation .....   | 113 |
| 2.2.1.2. Pratique et mise en œuvre du ciblage d'inflation .....  | 115 |
| 2.2.1.3. Le cadre institutionnel et prérequis à l'adoption du ciblage d'inflation.....   | 121 |
| 2.2.2. Le ciblage d'inflation : avantages et inconvénients.....  | 123 |
| Section 3 : Effets macroéconomiques du ciblage d'inflation: Un Etat des lieu.....  | 129 |
| Introduction.....  | 129 |
| 3.1. Efficacité macroéconomique du ciblage d'inflation.....  | 131 |
| 3.2. Ciblage d'inflation et stabilité financière.....  | 136 |
| 3.3. Tendances de l'évolution des politiques monétaires des pays cibles d'inflation.....   | 140 |
| 3.3.1. Le cas des pays émergents et en développement.....  | 140 |
| 3.3.2. Le cas des pays développés.....   | 142 |
| Conclusion.....  | 145 |
| Chapitre 3 : Evaluation de la performance économique du ciblage d'inflation : une analyse exhaustive et une étude empirique..... | 147 |
| Introduction.....  | 148 |
| Section 1 : Pratiques du ciblage d'inflation : une analyse exhaustive.....   | 150 |
| Introduction.....  | 150 |
| 1.1. La notion de performance et son application aux banques centrales.....  | 151 |
| 1.2. Ciblage d'inflation : cadre de conduite et choix de la cible.....   | 153 |
| 1.2.1. Caractéristiques du cadre de conduite du ciblage d'inflation.....   | 154 |
| 1.2.2. Choix de la cible de l'inflation.....   | 156 |
| 1.3. Pratique et conduite du ciblage d'inflation.....  | 157 |
| 1.3.1. Indépendance statutaire de la banque centrale.....  | 158 |

|   |     |
|---|-----|
| 1.3.2. Détermination du niveau de la cible.....   | 159 |
| 1.3. 3. Horizon et support de mesure de la cible.....   | 162 |
| 1.3.4. Prise de décision dans le cadre d'un ciblage d'inflation.....                          | 166 |
| 1.3.5. Responsabilité et transparence.....  | 167 |
| Section 2 : Performance du ciblage d'inflation : une évaluation empirique.....                | 171 |
| Introduction.....   | 171 |
| 2.1. La modélisation économétrique du ciblage d'inflation : une revue de la littérature...172 | 172 |
| 2.2. Méthodologie économétrique.....  | 179 |
| 2.3. Période et échantillon.....  | 181 |
| 2.4. Méthode d'estimation.....  | 183 |
| 2.5. Les faits observés .....   | 185 |
| 2.6. Résultats et interprétation.....   | 188 |
| Conclusion.....   | 198 |
| Conclusion générale.....  | 200 |
| Références Bibliographiques .....   | 212 |
| Annexes.....  | 231 |
| Liste des Tableaux .....  | 249 |
| Liste des Figures .....   | 250 |
| Liste des Graphiques.....   | 251 |
| Table des Matières .....  | 252 |