



CIBLE DE NIVEAU DE PRIX VERSUS CIBLE D'INFLATION : ÉTAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES

LUDOVIC AUBERT *
DIDIER EYSSARTIER **

L'objectif principal à moyen terme assigné à la politique monétaire par toutes les Banques centrales occidentales est la stabilité des prix. Certaines Banques en ont fait un objectif explicite comme par exemple au Canada, au Royaume-Uni, en Nouvelle-Zélande, en Suède ou encore en Israël (voir tableau en annexe), pour d'autres elle reste un objectif implicite. C'est également l'objectif premier donné à la Banque centrale européenne. Cependant, la stabilité des prix peut être interprétée de deux façons. De manière littérale, elle peut se comprendre comme la stabilité du niveau des prix, c'est-à-dire comme un niveau de prix évoluant de manière tendancielle avec une variance réduite. En pratique, elle prend souvent la forme d'une inflation faible et stable. La première acception fait référence à une politique de ciblage du niveau de prix, la seconde à une politique de ciblage de l'inflation¹.

Bien qu'au plan pratique, seule la Suède, dans les années 1930, ait adopté la stabilisation du niveau de prix domestique comme objectif officiel de sa politique monétaire (voir encadré n°1), on voit poindre actuellement, aussi bien dans les milieux académiques qu'opérationnels, un intérêt grandissant pour la question du choix de la cible à assigner ou à adopter par une Banque centrale. La réflexion se pose principalement en ces termes : afin de maximiser le bien-être social, est-il préférable qu'une Banque centrale cible l'inflation ou plutôt le niveau des prix ? De manière équivalente, et c'est en ce sens que l'ensemble des études sur le sujet est conduit, vaut-il mieux pour la société dont les préférences intègrent les volatilités de l'inflation et de l'activité, que la Banque centrale retienne une cible de niveau de prix plutôt que d'inflation ?

* Direction de la Prévision, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

** Direction de la Prévision, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Les deux régimes de stabilité des prix ont des modes de fonctionnement et des implications différentes pour la politique monétaire. Au contraire d'une cible d'inflation, une cible de niveau de prix impose de corriger les erreurs passées d'inflation. Ainsi, face à des chocs, le choix de la définition de la stabilité des prix n'est pas sans conséquence sur l'évolution de l'économie (notamment des sentiers d'équilibre de l'inflation, de la production et du niveau des prix) et sur le bien-être des agents.

L'objet de cet article est de faire un point sur cette question qui s'est essentiellement posé, dans ses développements les plus récents², dans un cadre nouveau keynésien, caractérisé par la présence de rigidités nominales et d'anticipations formées de manière rationnelle. Le résultat essentiel de ces études est que la cible de niveau de prix apparaît préférable à une cible d'inflation dès lors que le problème de crédibilité auquel est confrontée la Banque centrale est suffisamment important et que la Banque centrale ne peut s'engager sur la politique optimale sous cible d'inflation. C'est notamment le cas lorsque la formation des prix est marquée par une certaine dose de rigidité et que la Banque centrale n'est pas tournée exclusivement vers la stabilisation de la variable de prix qu'elle cible (c'est-à-dire que le poids relatif qu'elle attache à la stabilisation de la production n'est pas nul).

Toujours lié à son mode de fonctionnement spécifique, notamment dans un monde où les anticipations sont rationnelles, une cible de niveau de prix paraît pouvoir avoir d'autres avantages comparativement à une cible d'inflation. Elle semble ainsi plus à même de gérer une éventuelle divergence dans les préférences de la Banque centrale et de la société (et donc le *policy-mix*), l'incertitude concernant les relations économiques structurelles, les situations de déflation ou d'asseoir davantage la stabilité du système financier.

Un éventuel passage à une cible de niveau de prix ne peut cependant s'opérer qu'après un travail de communication important auprès du public afin que ce dernier en comprenne les mécanismes et en intègre les conséquences (dans ses anticipations). En outre, la BCE n'est peut-être pas la Banque centrale la plus à même d'initier et de réussir un tel changement en raison des divergences conjoncturelles des pays de la zone.

Le papier s'articule de la manière suivante. La première partie expose les mécanismes inhérents aux deux types de cible (d'inflation et de niveau de prix). La seconde partie donne un rapide aperçu des enjeux sur lesquels les études sur ce thème se sont principalement concentrées. La troisième partie introduit la notion de crédibilité de la politique monétaire dans un environnement nouveau keynésien dont une bonne compréhension s'avère nécessaire à l'intuition des résultats sur le choix de la cible reporté dans la quatrième partie. La cinquième partie élargit

la discussion en introduisant différents aspects complémentaires susceptibles d'être résolus plus efficacement sous une cible de niveau de prix. La sixième partie conclut.

Encadré n°1 L'expérience suédoise (1931-1937)

Le principe de la stabilisation du niveau des prix fut adopté par la Banque centrale suédoise en septembre 1931 dans un environnement économique mondial marqué à la fois par la profonde instabilité du système monétaire international et par la grande dépression (chute des prix et montée du chômage). C'est pour contrecarrer la chute des prix et préserver le pouvoir d'achat domestique de la Couronne suédoise que certains économistes suédois de renom (notamment K. Wicksell et G. Cassel), disposant d'une écoute importante auprès de la presse spécialisée et des cercles politiques, proposèrent cette solution. Leur « campagne » avait été si bien orchestrée, principalement par une activité journalistique énergique, qu'au moment de l'adoption du programme monétaire de 1931, des observateurs relevaient que le public suédois était devenu *price-level minded*.

Initialement, ce programme ne devait être que temporaire (quelques mois), le temps de permettre au système monétaire international (le régime de l'étalon or) de retrouver une certaine stabilité. La désorganisation profonde et durable de ce dernier conduisit les autorités à prolonger leur expérience jusqu'en 1937. Certains voyaient même alors la stabilisation du niveau de prix comme pouvant devenir la norme internationale de la politique monétaire (I. Fisher, E. Lindahl par exemple).

Pour mener à bien sa politique, la Risbank (la Banque centrale suédoise) tenait compte de plusieurs indicateurs de prix : un indice des prix à la consommation mais d'autres ne tenant pas compte des taxes indirectes et/ou des effets saisonniers. Les principaux instruments utilisés pour obtenir la stabilité des prix étaient les variations du taux d'escompte et les interventions sur le marché des changes. L'évaluation (officielle et des économistes indépendants) de ce programme conclut apparemment à un résultat mitigé. La politique de stabilisation du niveau des prix a effectivement enrayé la chute des prix, son objectif premier. Elle n'a pas véritablement permis une relance de la production et de l'emploi (peut-être en raison d'une coordination insuffisante de la politique monétaire et de la politique fiscale) mais a au moins permis d'éviter les effets négatifs sur la production et l'emploi d'un déclin rapide des prix.

LE FONCTIONNEMENT DES DEUX TYPES DE CIBLES

Ces deux régimes de stabilité des prix ont des modes de fonctionnement (voir encadré n°2) et des implications différentes pour la politique monétaire. Sous une cible de niveau de prix, les conséquences sur le niveau des prix des écarts d'inflation passés doivent être effacées³. Si par exemple, un choc élève l'inflation et le niveau de prix au-dessus des niveaux cibles, l'inflation devra au cours de périodes ultérieures se situer en-dessous de l'objectif d'inflation tendancielle afin que le niveau de prix rejoigne sa cible. En revanche, sous une cible d'inflation, une inflation provisoirement supérieure à la moyenne n'est pas corrigée. La Banque centrale assure simplement le retour de l'inflation à sa cible sans essayer de restaurer le niveau de prix initial. L'élévation du niveau de prix est permanente. Dit encore autrement, l'inflation suivrait un processus stochastique stationnaire alors que le niveau de prix serait non stationnaire.

Dès lors, face à des chocs, le choix de la définition de la stabilité des prix n'est pas sans conséquence sur l'évolution de l'économie (notamment des sentiers d'équilibre de l'inflation, de la production et du niveau des prix) et sur le bien-être des agents.

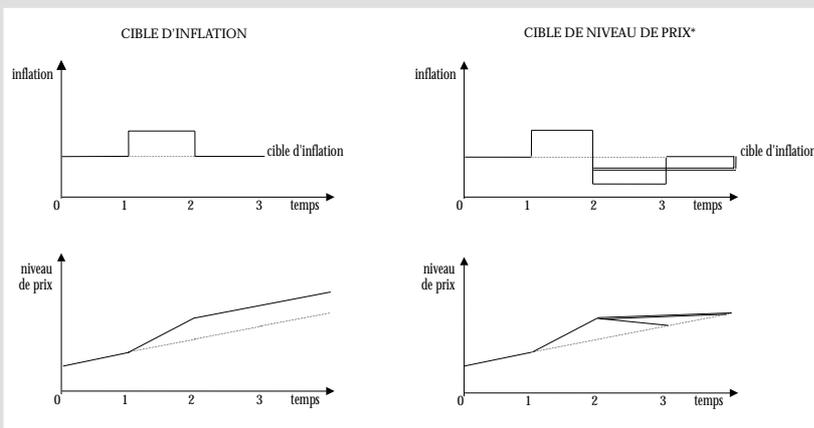
4

Encadré n°2**Fonctionnement des cibles d'inflation et de niveau de prix et implications sur les anticipations des agents**

On cherche à illustrer simplement les différences de réactions de l'inflation et du niveau des prix sous une cible d'inflation et sous une cible de niveau de prix. On envisage un choc temporaire à la période 1 poussant l'inflation au-dessus de sa cible (choc d'offre négatif). Sous la cible d'inflation, l'inflation est ramenée à sa cible au cours des périodes suivantes. Pour la clarté de l'exposition et sans perte de généralité, nous supposons que l'inflation retrouve sa cible dès la période suivant le choc. Par contre, le niveau de prix restera supérieur à ce qu'il aurait été sans choc. Sous une cible de niveau de prix, les écarts du niveau de prix à sa cible sont corrigés. Une hausse temporaire de l'inflation au-dessus de sa cible est donc suivie d'une baisse (également temporaire, mais plus ou moins longue selon la vigueur de la réaction de la Banque centrale) de l'inflation en-dessous de sa cible. Cette différence de fonctionnement des deux types de cible est comprise par les agents qui adaptent leurs anticipations en conséquence. Ainsi, en anticipant une inflation inférieure à sa cible sous la cible de niveau de prix à la période suivant le choc (cas d'un choc positif sur les prix), les agents font en



quelque sorte « une partie » du travail de stabilisation de la Banque centrale. Le mécanisme est assez simple. Dans ce type de modèle, l'inflation courante dépend positivement de l'inflation future anticipée. Dès lors, une baisse de l'inflation future anticipée conduit, toutes choses égales par ailleurs, à une diminution de l'inflation courante.



* Le double trait caractérise une réponse moins agressive de la Banque centrale et un retour moins rapide du niveau de prix à sa tendance.

CIBLE D'INFLATION - CIBLE DE NIVEAU DE PRIX : UN DÉBAT RELANCÉ ET EN PLEINE ÉVOLUTION

Les travaux qui ont relancé le débat sont plutôt de nature empiriques (Lebow et alii, 1992 ; Fisher, 1994 ; Haldane et Salmon, 1995), et établissent que le choix entre le ciblage du niveau de prix et le ciblage de l'inflation repose sur un arbitrage entre, d'un côté, la variabilité du niveau des prix à long terme et, d'un autre côté, la variabilité de l'inflation et de la production à court terme. S'il est admis de tous que la cible de niveau de prix réduit l'incertitude sur le niveau des prix à long terme, le second terme de l'arbitrage (entre la variabilité de l'inflation et la variabilité de la production à court terme) est davantage débattu. Nous reportons rapidement les arguments et leurs évolutions généralement évoqués sur chacun de ces deux termes de l'arbitrage qu'impose le choix de la cible pour la Banque centrale.

À la base, un des arguments reporté dans la littérature économique en faveur d'une cible d'inflation, par rapport à d'autres modes de gestion de la politique monétaire, était de réduire l'incertitude à long terme sur les



développements des prix futurs, (la réduction des erreurs de prévisions est bénéfique à l'établissement des plans de consommation et d'investissement). Or, il est reconnu qu'une cible de niveau de prix va encore plus loin dans ce sens (Svensson, 1999 ; Smets, 2000 ; par exemple pour des analyses formalisées). En écartant tout mouvement de base et aléatoire dans le niveau tendanciel des prix, une cible de niveau de prix (relativement à la cible d'inflation) simplifie les comparaisons intertemporelles, encourage les contrats de long terme, évite la redistribution de revenu survenant d'anticipations incorrectes dans le niveau de prix ; soit, en d'autres termes, améliore l'allocation des ressources et l'efficacité économique. À cet égard, Coulombe (1998) montre, de manière analytique, que les décisions intertemporelles de consommation sont affectées par le choix du régime monétaire. Un régime de niveau de prix véhicule plus d'information qu'un régime d'inflation, ce qui autorise une allocation plus efficace des ressources. Toutefois, Fisher (1994) et Mc Callum (1999) considèrent cet avantage relatif au niveau de l'incertitude sous la cible de niveau de prix comme mineur. Pour le premier, c'est parce qu'il existe d'autres moyens pour les agents, comme les obligations indexées ou les contrats contingents, de se protéger contre l'incertitude relative au niveau des prix à long terme. Pour le second, l'argument réside dans la faiblesse des erreurs de prévisions du niveau de prix observées *ex-post* (qui seraient aux États-Unis d'approximativement 8 % à un horizon de 20 ans).

À côté de cela, les premières discussions (Lebow et alii, 1992 ; Fisher, 1994 ; Haldane et Salmon, 1995) sur le débat du choix de la cible insistent sur le fait qu'une cible de niveau de prix génère une variabilité à court terme exagérée de l'*output gap* (de la production) et de l'inflation⁴. L'explication prend la forme suivante. Les chocs non anticipés sur le niveau des prix doivent être contrebalancés par des mouvements en sens inverse du niveau des prix. Cela induit mécaniquement une volatilité plus élevée de la politique monétaire et du taux d'inflation, et en raison de la rigidité des prix, de l'économie réelle à court terme.

Un tel scénario est juste si le seul acteur économique comprenant et intégrant le fonctionnement et les implications de la cible de niveau de prix était la Banque centrale, c'est-à-dire l'acteur retenant et appliquant la stratégie. Dit encore autrement, ces résultats sont soutenus par l'existence d'anticipations formées de manière rétroactive (*backward-looking*) par les agents privés. En effet, une seconde vague d'études⁵ introduisant des anticipations rationnelles, donc cohérentes avec l'application de la cible de stabilité de prix retenue, dans des modèles avec rigidités nominales ou réelles a renversé, en tout ou partie, les premiers résultats. En présence d'anticipations rationnelles, la cible de niveau de prix tendrait, relativement à une cible d'inflation, à améliorer à court



terme l'arbitrage entre la variabilité de la production et la variabilité de l'inflation, et également à réduire la volatilité des taux d'intérêt nominaux. On perçoit à ce stade l'importance du problème de la crédibilité de la politique monétaire, *via* son incidence sur le mode de formation des anticipations des agents privés, dans le choix de la cible à retenir par la Banque centrale.

COMPORTEMENTS PROSPECTIFS, CHOIX DE LA CIBLE ET CRÉDIBILITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Avant d'aborder à proprement parler des résultats de cette seconde génération de modèle, il est indispensable de faire un détour sur la notion de crédibilité de la politique monétaire introduite dans ces modèles, différente de celle apparaissant dans les modèles à la Barro-Gordon (1983) et pouvant recouvrir, selon nous, deux niveaux. L'un est relatif à la présence de comportement prospectif (*forward-looking*), dû par exemple à la présence de rigidités dans l'économie, l'autre repose sur la crédibilité de la cible de prix annoncée par la Banque centrale.

Le problème de la crédibilité de la politique monétaire est plus large que celui envisagé par Barro-Gordon : la présence de comportement forward-looking

7

Le problème de la crédibilité de la politique monétaire intervient dès lors que le comportement des agents privés dépend de leurs anticipations concernant la politique monétaire future. Il est apparu sous une première forme dans les années 1980, à la suite des hausses concomitantes de l'inflation et du chômage que connurent l'ensemble des pays occidentaux dans les années 1970. Cette situation fut attribuée et modélisée (Barro-Gordon) comme une volonté systématique des Banques centrales, parfaitement transparente aux yeux du secteur privé, de faire de l'inflation surprise pour stimuler l'emploi au-dessus de son niveau potentiel. L'intégration par le secteur privé lors des revendications salariales de ce comportement de l'autorité en charge de la politique monétaire impliquait alors un biais inflationniste systématique et, en définitive, sans avantage en termes de croissance réelle. Il est accepté aujourd'hui qu'aucune Banque centrale indépendante ne cherche à faire de l'inflation surprise pour stimuler l'emploi. Il n'est donc pas raisonnable de supposer encore actuellement que les Banques centrales cherchent à atteindre des niveaux de production et de chômage différents de leurs niveaux d'équilibre pour justifier un problème de crédibilité de la politique monétaire.

Cependant, supposer que les Banques centrales adoptent des objectifs cohérents entre eux ne permet pas d'écarter nécessairement le problème



de la crédibilité de la politique monétaire. D'ailleurs, cette perception, longtemps masquée par l'importance et l'ampleur que prirent les analyses de type Barro-Gordon, n'est pas nouvelle. Kydland et Prescott (1977), se plaçaient déjà dans une optique plus large de celle de Barro-Gordon (voir aussi par exemple Cohen-Michel, 1986). Pour eux, l'inconséquence temporelle des plans optimaux survient dès lors que les agents économiques sont amenés à prendre leurs décisions courantes sur la base de ce qu'ils anticipent être la politique économique dans le futur. Dans ce cas, la politique monétaire déterminée à un instant donné cesse d'être optimale sitôt formées les anticipations des agents.

Ce point est d'importance car il est à la base de l'analyse développée ici et sa compréhension est indispensable aux interprétations des résultats qui suivent. En présence de comportement *forward-looking* (dépendant d'anticipations sur la valeur future de certaines variables) de la part des agents privés, un problème de crédibilité peut subsister même si les préférences des banquiers centraux sont compatibles avec la réalisation de l'état d'équilibre optimal en l'absence de choc. Ainsi, dès lors que des chocs frappent l'économie, la politique optimale sous engagement continue de conduire à l'obtention de résultats préférables à ceux obtenus à partir d'une optimisation sous discrétion (optimisation reprise de manière transparente par la Banque centrale à chaque période). Cette supériorité ne se traduit pas comme dans le modèle de Barro-Gordon par l'absence de biais inflationniste mais par un *trade-off* plus efficace entre la variabilité de l'inflation d'un côté et la variabilité de la production de l'autre côté. De manière intuitive, l'argument peut s'exposer de la façon suivante. Une Banque centrale qui reconnaît que le secteur privé est *forward-looking* réalise également que l'évolution des variables macroéconomiques qui l'intéressent (les variables ciblées) dépend non seulement de ses actions courantes mais aussi de la manière dont le secteur privé anticipe la conduite de la politique monétaire dans le futur. Dans ces conditions, la qualité de la stabilisation des chocs par la Banque centrale repose sur sa capacité ou non à affecter les anticipations des agents privés. Dit encore autrement, les anticipations du secteur privé concernant la politique monétaire future sont un déterminant important des effets de la politique monétaire.

Or, si les décisions courantes sont susceptibles d'affecter le futur (mais bien entendu pas le passé), cela ne signifie pas pour autant que la politique monétaire optimale ne dépende pas des variables passées. Il ressort en effet que dans un environnement purement *forward-looking* la politique monétaire optimale se doit d'être en général « historiquement dépendante » (voir Woodford, 2000b). Ayant à l'esprit les propos précédents, l'intuition de ce résultat semble pouvoir être immédiate.



La mise en œuvre d'un comportement *forward-looking* implique que les évolutions les plus appropriées des variables macroéconomiques (inflation et production), suite à un choc, sont obtenues si les anticipations des agents privés relatives aux trajectoires futures des variables macroéconomiques ciblées s'ajustent et coïncident à ces trajectoires les plus efficaces. Cela ne peut se faire que si la politique future menée par la Banque centrale réagit aux chocs passés dans un chemin qui est celui anticipé par les agents privés. Un tel scénario n'est alors envisageable que lorsque la Banque centrale est capable de s'engager sur l'ensemble de ces décisions futures de sorte qu'elle peut orienter efficacement les anticipations des agents. En revanche, l'anticipation, par les agents, que la Banque centrale optimisera à nouveau à chaque période de manière discrétionnaire, exclut la maîtrise par la Banque centrale des anticipations futures. Le résultat alors traditionnel de ce type de configuration est que la politique discrétionnaire optimale consiste en une réaction de l'instrument exclusivement aux variables courantes (voir l'encadré n°3).

En insistant sur la viscosité des prix formés par les entreprises dans un environnement de concurrence monopolistique et d'anticipations rationnelles, les nouveaux keynésiens ont largement introduit ce concept « réformé » de la crédibilité dans leurs analyses relative à la détermination des politiques économiques. C'est alors la présence de rigidités nominales dans l'économie qui nécessite des acteurs économiques l'adoption de comportements prospectifs dans leurs prises de décisions et, à ce titre, suscite un problème de crédibilité de la politique monétaire⁶. Supposons que les prix s'ajustent de manière graduelle, ce qui semble conforme à une réalité empirique commune à l'ensemble des pays occidentaux. Dans ce contexte, les firmes ne peuvent changer leurs prix aussi rapidement que les changements des conditions économiques l'exigeraient. Elles forment donc leurs nouveaux prix, lorsqu'elles en ont la possibilité, à la fois sur la base des conditions économiques courantes, mais également sur la base des conditions économiques futures anticipées (et donc sur la base des prix futurs anticipés). Puisque ces dernières dépendent en grande partie des anticipations concernant la politique monétaire menée dans le futur, le niveau des prix, l'inflation et l'activité réelle se trouvent également en dépendre. Au final, les décisions des agents dépendent bien de leurs anticipations concernant la politique monétaire future et donc de la crédibilité de la politique monétaire menée par la Banque centrale. De ce fait, la capacité de la Banque centrale à s'engager sur l'ensemble de sa politique future peut permettre d'améliorer l'arbitrage à court terme entre la variabilité de l'inflation et la variabilité de la production (voir par exemple Clarida, Gali et Gertler sur ce point). Dans la configuration la plus traditionnelle (la Banque centrale minimise la fonction de perte



de la société ayant pour argument l'inflation et l'*output gap*), les résultats de ce type d'analyse sont alors les suivants. Sous discrétion, la politique monétaire ne réagit à l'équilibre qu'aux variables courantes de sorte qu'une perturbation temporaire ne déstabilise l'économie que lors de la période où elle survient. *A contrario*, sous un engagement optimal, l'internalisation de l'impact de la politique monétaire sur les anticipations d'inflation aboutit à un lissage plus prononcé des chocs dans le temps de la part de la politique monétaire. Il ressort alors que, comparativement à l'équilibre discrétionnaire, les pertes engendrées sous engagement par la stabilisation du choc (temporaire) au-delà de la période courante sont plus que contrebalancées par le gain relatif dû à une meilleure stabilisation instantanée.

Il y a malgré tout des moyens « artificiels » de se rapprocher de la solution optimale avec engagement dans le cadre d'un régime discrétionnaire (voir encore Woodford, 2000b) en rendant la politique monétaire ainsi déterminée « historiquement dépendante ». Ces moyens semblent consister en une différenciation de la fonction de perte de la Banque centrale de celle de la société (qui reste en dernier ressort celle que cherche à minimiser la Banque centrale). Par exemple, cela peut être obtenu en introduisant un objectif de « lissage du taux d'intérêt » dans la fonction objectif de la Banque centrale (Woodford, 2000a), ou en ciblant un taux de croissance du PIB nominal plutôt que de rechercher à minimiser directement la vraie fonction de perte sociale. Une troisième solution est pour la Banque centrale d'adopter une cible de niveau de prix à côté de l'objectif de production. C'est bien entendu cette dernière éventualité qui retiendra ici plus particulièrement notre attention.

10

Un problème de crédibilité lié au choix de la cible de prix

Le premier volet du problème de la crédibilité de la politique monétaire, évoqué plus haut, est dû à la présence de comportement prospectif⁷ et plus précisément dans le cas présent à l'existence de rigidités dans l'économie qui imposent aux agents de prendre leurs décisions courantes sur la base des conditions économiques futures anticipées. Ce premier volet du problème de la crédibilité de la politique monétaire aurait sa solution pour peu que la Banque centrale dispose d'une technologie d'engagement. En effet, la crédibilité des intentions politiques futures apparaissant comme un élément déterminant dans la formation de l'inflation courante, l'optimum serait que la Banque centrale s'engage sur la conduite de sa politique future. Cependant, l'impossibilité d'établir une politique contingente à l'ensemble des aléas possibles (krachs, chocs pétroliers...) ou encore la relative incertitude concernant la représentation du fonctionnement de l'économie



permettent d'expliquer, que dans les faits, les Banques centrales agissent avec une bonne dose de discrétion, refusant de « se lier totalement les mains ». La politique optimale avec engagement est ainsi inapplicable et/ou irréaliste, les Banques centrales formant en pratique leur politique suivant un mode discrétionnaire. C'est alors qu'intervient un argument fort pour justifier de la pertinence du débat du choix entre la cible d'inflation et la cible de niveau de prix. Svensson (1999), Clarida, Gali et Gertler (2000), Woodford (2000a) et King et Wolman (1999) montrent que la politique optimale en régime de ciblage de l'inflation sous engagement conduit à la stationnarité du niveau de prix. Ainsi, pour peu que la dérivation des équilibres sous engagement soit un exercice exclusivement théorique, il a le mérite de mettre en lumière, au moins dans le cas présent, ce vers quoi il faudrait tendre et, à ce titre, fait de la cible de niveau de prix un objet d'étude naturel en tant que substitut à l'engagement dans un régime de ciblage de l'inflation. La question est alors : dans l'environnement précédemment défini (nouveau keynésien), la Banque centrale peut-elle s'approcher de la politique optimale (à savoir la politique avec engagement sous cible d'inflation) en définissant sa politique de manière discrétionnaire sous une cible de niveau de prix ?

Le second volet du problème réside dans la crédibilité de la cible annoncée par la Banque centrale. Clairement, l'annonce de la poursuite d'un objectif d'inflation ou plus encore de niveau de prix doit être crue et, au-delà, comprise par le public. L'expérience de ces dernières années tend à montrer que les Banques centrales ont plutôt réussi à imposer au public et aux marchés leurs objectifs d'inflation. Savoir si elles pourraient tout aussi bien imposer aux agents privés un objectif de niveau de prix comme référence reste pour le moment une question sans réponse. Néanmoins, un moyen de « s'assurer » que la Banque centrale suive effectivement une cible de niveau de prix, s'il est fait ce choix (alors considéré comme optimal), pourrait être de déléguer la politique monétaire, dans l'esprit de Rogoff,⁸ à un banquier central indépendant dont les préférences propres reflètent parfaitement ce choix.

La discussion, quant au choix de la cible pour la Banque centrale, s'inscrit donc dans la recherche d'un moyen pouvant agir comme un substitut à l'engagement (dans l'atténuation du problème de la crédibilité de la politique monétaire) et ainsi de se rapprocher de l'optimum de premier rang, à savoir la politique optimale avec engagement sous cible d'inflation. Le choix crédible de la cible peut donc se concevoir comme la délégation de la politique monétaire à un banquier central dont les préférences sont conformes à celles qui maximisent le bien-être social. Finalement, le choix crédible de la cible peut être vu comme un outil mis au service de la crédibilité de la politique monétaire.



*RIGIDITÉS ET ANTICIPATIONS RATIONNELLES SOULÈVENT
UN PROBLÈME DE CRÉDIBILITÉ DE LA POLITIQUE
MONÉTAIRE QUI PEUT ÊTRE MIEUX GÉRÉ SOUS UNE CIBLE
DE NIVEAU DE PRIX CRÉDIBLE⁹*

Toutes les études rapportées dans cette section adoptent une démarche similaire. Il s'agit de déterminer si la délégation de la politique monétaire à une Banque centrale ciblant le niveau de prix permet d'améliorer en régime discrétionnaire le bien-être d'une collectivité préoccupée par la stabilisation de l'inflation et de la production ; *i.e.* le *trade-off* entre la variabilité de la production et la variabilité de l'inflation. L'accent sera plus principalement porté sur les résultats des études conduites dans l'environnement « nouveau keynésien ».

La première contribution théorique est due à Svensson (1999). Il étudie formellement, sous une courbe de Lucas avec persistance (possiblement justifiée par une certaine rigidité des salaires réels), s'il est favorable pour la société, dont les préférences ont pour argument l'écart de production et l'inflation, que la banque centrale cible le niveau de prix plutôt que l'inflation. À partir de la dérivation des équilibres discrétionnaires sous les deux types de cible, Svensson montre que la cible de niveau de prix est préférable à la cible d'inflation si la production est suffisamment persistante. L'écart de production est en effet indépendant du choix de la cible alors que le comportement de l'inflation diffère selon que l'on cible l'inflation ou le niveau de prix. Sous une cible d'inflation, l'inflation effective évolue comme une fonction linéaire de l'écart de production, alors que sous une cible de niveau de prix, elle progresse comme une fonction linéaire en différence première de l'écart de production. Dès lors, une persistance suffisamment importante dans la production, induit une moindre variation des écarts de production que de l'écart de production lui-même. La variabilité de l'inflation est alors plus faible sous la cible de niveau de prix.

Les études théoriques ultérieures ont substitué à la courbe de Lucas avec persistance une courbe de Phillips d'inspiration « nouveau keynésien » (NK) avec persistance (Dittmar et alii, 2000 ; Vestin, 2000)¹⁰ ou sans persistance (Aubert, 2000) pour mener des études similaires dans l'esprit à celle de Svensson, à savoir discuter de l'opportunité pour une Banque centrale de poursuivre un objectif de niveau de prix lorsque la société est préoccupée par l'inflation et la production. Ces auteurs ont montré que dans ce cadre la cible de niveau de prix pouvait être supérieure à une cible d'inflation, dès lors que la Banque centrale ne dispose pas d'une technologie d'engagement lui permettant d'appliquer la politique optimale sous cible d'inflation. L'intégration d'une cible de niveau de prix dans les préférences (potentiellement différentes des

préférences sociales) peut en effet améliorer l'arbitrage entre la variabilité de l'inflation et la variabilité de la production.

Mise en œuvre de la politique monétaire sous les deux types de cible et réactions des économies

La dynamique différente associée aux cibles d'inflation et de prix conduit bien évidemment à des réponses contrastées de la politique monétaire suite à un choc. Sous une cible de niveau de prix, les fluctuations non anticipées des prix doivent être suivies par des fluctuations cette fois-ci anticipées des prix occasionnant par là même des fluctuations anticipées de la production¹¹. Cette contrainte supplémentaire, s'imposant à la Banque centrale sous la cible de niveau de prix relativement à la cible d'inflation, est intégrée par les agents privés au moment de former leurs anticipations d'inflation. Ainsi, on peut montrer que la cible de prix, plus exigeante pour la Banque centrale, permet de remédier en partie au problème de crédibilité de la politique monétaire.

Les réponses différentes de la politique monétaire sous les deux types de cible face à des chocs conduisent à des sentiers d'évolutions distincts de l'inflation et de la production. Cela est particulièrement évident sous une courbe de Phillips NK traditionnelle (introduisant de la persistance dans le niveau de prix mais pas dans l'inflation) et en présence d'un choc (par exemple d'inflation) temporaire. Sous cible de niveau de prix, il y a un étalement dans le temps de la charge de l'ajustement d'un choc. Sous cible d'inflation, la réponse de la politique monétaire à un choc est concentrée sur un intervalle de temps plus court. Ce lissage accru sous la cible de niveau de prix produit un arbitrage plus efficace dans la stabilisation de la production et de l'inflation (relativement à cible d'inflation) lorsque le problème de crédibilité de la politique monétaire est suffisamment ressenti. Ainsi, le choix de la cible de stabilité des prix par la Banque centrale est contingent à l'existence et à l'ampleur du problème de crédibilité de la politique monétaire. On montre dans Aubert (2000) que ce dernier dépend de manière cruciale du degré de rigidité nominale ainsi que du poids accordé (par la Banque centrale) à la stabilisation de la production, que nous dénoterons respectivement α et λ pour la clarté des développements suivants, avec comme convention l'idée qu'une hausse de α traduit des rigidités nominales plus importantes et une hausse de λ un attachement relatif plus fort à la stabilisation de la production. C'est même en réalité la combinaison (le produit) de ces deux paramètres, donc $\alpha\lambda$, qui conditionne le choix de la cible à retenir. Ce produit est fonction croissante du poids attaché à la stabilisation de la production et du degré de rigidités nominales.

Encadré n°3

La courbe d'offre NK et la dérivation de l'équilibre discrétionnaire sous cible d'inflation

Cet encadré a un double objectif : d'une part d'exposer la courbe de Phillips d'inspiration « nouveau keynésien » et, d'autre part, de dériver l'équilibre discrétionnaire sous cible d'inflation afin de montrer que dans ce contexte la Banque centrale ne réagit qu'aux variables courantes.

La courbe d'offre NK

La courbe d'offre d'inspiration NK s'écrit sous sa forme traditionnelle - dont une justification peut être trouvée chez Calvo (1983) :

$$y_t = \alpha (\pi_t - \beta E_t \pi_{t+1}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

y_t est le logarithme de l'écart de production par rapport à son niveau potentiel et π_t le taux d'inflation, avec $\pi_t = p_t - p_{t-1}$, p_t étant le logarithme du niveau de prix. α est le paramètre représentatif du degré de rigidité nominale (la hausse de α traduit une hausse de la rigidité, $\alpha = 0$ caractérise une situation de parfaite flexibilité des prix). β est le facteur d'actualisation des firmes. E_t est l'opérateur d'anticipation, conditionnellement à l'information disponible à la fin de la période t . ε_t est un choc d'offre de moyenne nulle et de variance σ_ε^2 . La production dépend à la fois de l'inflation courante et future anticipée ou dit différemment de la politique monétaire courante et future anticipée. Dans ce contexte, la crédibilité des intentions politiques futures devient un élément déterminant et il peut être avantageux pour la banque centrale de s'engager.

Écrite sous une forme faisant apparaître le niveau de prix et non plus le taux d'inflation, la courbe d'offre précédente devient

$$y_t = \alpha [(1 + \beta) p_t - p_{t-1} - \beta E_t p_{t+1}] + \varepsilon_t$$

À présent, le niveau de prix entre comme variable d'état dans le programme à optimiser par la banque centrale de sorte que la politique monétaire associée à l'équilibre discrétionnaire est « historiquement dépendante », les trajectoires des variables macro-économiques (inflation et production) réagissant aux perturbations passées. De cette écriture, on entrevoit ainsi comment des fluctuations non anticipées des prix à une période doivent être suivies sous une cible de niveau de prix, par des fluctuations anticipées des prix à la période suivante, qui engendrent elles-mêmes des fluctuations anticipées de l'écart de production futur (du fait de la rigidité des prix).

L'équilibre discrétionnaire sous cible d'inflation

Maintenant, nous dérivons l'équilibre discrétionnaire sous une cible d'inflation dans le but de montrer que, dans ce cas, l'arbitrage auquel fait face la Banque centrale ne fait référence qu'à l'inflation et l'*output-gap* courants. Auparavant, il convient d'introduire la fonction de perte dynamique de la Banque centrale. Celle-ci s'écrit à la date t de la manière suivante :

$$L = E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t (\lambda y_t^2 + (\pi_t - \bar{\pi})^2) \quad (2)$$

Par hypothèse, on suppose que la Banque centrale a un contrôle parfait de l'inflation et forme celle-ci après avoir observé le choc de la période courante. Sous discrétion, la Banque centrale choisit à chaque date le couple (π_t, y_t) afin de minimiser la fonction objectif (2) sous la contrainte d'offre (1). Son programme de décision s'écrit.

$$\text{Min} E_0 \left\{ \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t [(\lambda y_t^2 + (\pi_t - \bar{\pi})^2) - \mu_t (y_t - \alpha (\pi_t - \beta \pi_{t-1}) - \varepsilon_t)] \right\}$$

où μ_t est le multiplicateur associé à la contrainte au temps t . La Banque centrale dans son programme d'optimisation ne tient pas compte de l'effet de ses décisions sur les anticipations d'inflation qui sont prises comme données. Les conditions de premier ordre après élimination du multiplicateur nous donne la condition d'optimalité reliant les variables ciblées suivantes :

$$\pi_t - \bar{\pi} - \alpha \lambda y_t$$

Cette condition du premier ordre suffit à se rendre compte du caractère instantané et contracyclique de la politique de stabilisation menée par la Banque centrale. Les raisons sont à rechercher, d'une part, dans la présence d'aucune variable d'état dans le programme de décision de la Banque centrale et, d'autre part, dans l'incapacité de celle-ci à influencer l'inflation future anticipée. À la fois en engagement sous cible d'inflation et sous une cible de niveau de prix en discrétion, l'une de ces deux raisons tombe (la seconde en engagement sous cible d'inflation et la première sous la cible de niveau de prix, le niveau de prix rentrant comme variable d'état dans le programme), rendant la réponse de la banque centrale « historiquement dépendante »¹².

Des prix flexibles et une indifférence vis-à-vis de la stabilisation de la production profite à la cible d'inflation

Pour une valeur nulle voire très faible du produit $\alpha\lambda$, la cible d'inflation reste préférable, le problème de crédibilité de la politique



monétaire étant inexistant voire négligeable (sous cible de niveau de prix, la Banque centrale ne prend alors pas ou faiblement en considération lors de la définition de sa politique la manière dont les anticipations de niveau de prix affecte l'écart de production futur). On comprend bien les arguments. Lorsque l'intérêt relatif de la société pour la stabilisation de la production est nul, voire négligeable ($\lambda \rightarrow 0$), tout conflit d'objectif entre la variabilité de la production et la variabilité de l'inflation est écarté. Lorsque les prix sont quasi (voire totalement) flexibles (les rigidités nominales sont par conséquent absentes (ou quasiment), $\alpha \rightarrow 0$), la politique monétaire est neutre à court terme, et *a fortiori* à long terme, incapable de stabiliser la production. Il en découle donc que dans ces deux cas, la Banque centrale ne cherche ou ne peut pas stabiliser la production. Le problème de l'arbitrage entre la stabilisation de la production et de l'inflation est absent, de même que celui lié à l'incohérence temporelle de la politique monétaire, la Banque centrale n'étant pas incitée à manipuler les anticipations du secteur privé. La préférence pour la cible d'inflation s'explique alors de la manière suivante. Le choix de la cible pour la Banque centrale est contingent à la minimisation de l'espérance non conditionnelle des pertes sociales. Lorsque le produit $\alpha\lambda$ est négligeable, ce choix, est de manière un peu caricaturale, exclusivement contingent à la minimisation de la variance de l'inflation. Il est alors préférable de cibler l'inflation elle-même qu'un substitut, l'astreinte supplémentaire concernant l'évolution du niveau de prix se traduisant par une variance plus grande de l'inflation.

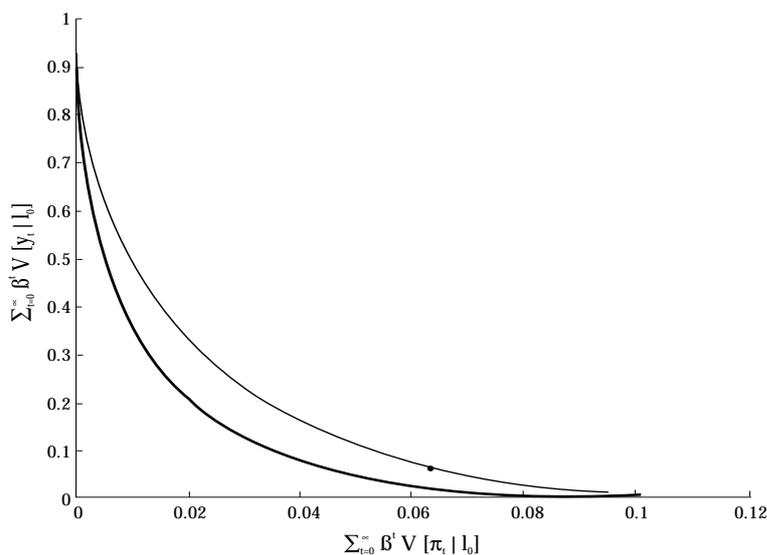
Un certain degré de rigidité des prix et la volonté d'arbitrer entre inflation et production rend la cible de niveau de prix préférable

Pour des combinaisons du produit $\alpha\lambda$ plus élevées, le problème de la crédibilité de la politique monétaire devient déterminant. Ainsi, la cible de niveau de prix qui impose à la Banque centrale de prendre en considération lors de la définition de sa politique monétaire la manière dont les anticipations du niveau de prix affecte l'écart de production futur, peut devenir un substitut efficace à l'engagement. Tout comme l'engagement sous une cible d'inflation, la cible de niveau de prix, la politique monétaire restant discrétionnaire, permet de lisser la stabilisation des chocs dans le temps et permet ainsi de réduire le problème d'incohérence de la politique monétaire. Dans ces conditions, la cible de niveau de prix améliore l'arbitrage entre la variabilité de l'inflation et la variabilité de la production. Cependant, on observe également que l'intérêt relatif de la cible de niveau de prix sur la cible d'inflation tend à s'estomper lorsque le produit $\alpha\lambda$ devient grand. Il disparaît même complètement à partir d'un certain seuil. Les raisons de cette évolution, qui repose sur la disparition du problème lié à la crédibilité de la

politique monétaire, sont symétriques à celles qui font que la cible d'inflation est préférée lorsque le produit $\alpha\lambda$ tend vers 0.

Ainsi, lorsque le poids relatif accordé par la Banque centrale à la production est infini, cette dernière ne dispose plus que d'un seul objectif, la production. Elle peut donc, quelle que soit la cible retenue, stabiliser totalement son unique objectif avec son instrument. De même, lorsque les prix sont rigides et donc le taux d'inflation stable, la politique monétaire dispose d'une capacité maximale à stabiliser la production, pouvant ainsi neutraliser totalement les effets des chocs sur la production. Dans ces conditions, les évolutions des prix, de l'inflation et de la production sont identiques sous les deux types de cible qui sont donc à ce titre équivalentes.

En résumé, il apparaît que le problème lié à la crédibilité de la politique monétaire, et donc en même temps la préférence pour telle ou telle cible, évolue avec le produit des paramètres représentatif du degré de rigidité nominale et du poids attaché à la stabilisation de la production ($\alpha\lambda$). Lorsque les rigidités sont quasiment inexistantes et/ou que la société ne s'intéresse pas à l'activité ($\alpha\lambda \rightarrow 0$), il n'y a pas de conflit d'objectifs entre la stabilisation de l'activité et de l'inflation. Le problème de crédibilité n'apparaît pas et la cible d'inflation est préférée du point de vue de la société. Dans le cas contraire, la stabilisation des deux objectifs suite à des chocs peut devenir conflictuelle, le problème de la crédibilité de la politique monétaire se ressent et la cible de niveau de prix est préférée.



Graphiquement, l'arbitrage entre la variabilité de l'inflation et la variabilité de la production sous les deux types de cible peut être représenté dans un plan à deux dimensions avec sur l'axe des abscisses la variance de l'inflation et sur l'axe des ordonnées la variance de la production ou plus exactement de l'écart de production (*output gap*). Nous reproduisons ci-dessous une des simulations effectuées dans Aubert (2000).

La courbe en gras représente l'arbitrage sous la cible de niveau de prix alors que la courbe fine caractérise l'arbitrage sous la cible d'inflation. Dans cette simulation, le paramètre λ représentatif des rigidités nominales α est posé égal à 3, ce qui paraît être une valeur plausible (cf. Roberts, 1995, pour les États-Unis). Le paramètre λ représentatif du poids relatif rattaché à l'*output gap* par rapport à l'objectif de stabilité de prix varie de 0 à 100. On s'aperçoit aisément que le *trade-off* est quasiment toujours plus efficace sous la cible de niveau que sous la cible d'inflation. Seulement pour des valeurs très faibles de λ (proches de zéro), la courbe en gras est au-dessus de la courbe fine (ce qui ne se voit pas très bien sur le graphique), signalant une supériorité de la cible d'inflation (en haut à gauche du graphique). Pour des valeurs importantes de λ (en bas à droite), l'arbitrage obtenu sous les deux cibles converge pour faire en sorte que lorsque l'objectif de stabilité des prix est négligé par la Banque centrale, les deux cibles sont équivalentes.

*D'AUTRES ARGUMENTS, RATTACHÉS À LA MEILLEURE
GESTION DU PROBLÈME DE LA CRÉDIBILITÉ,
PEUVENT PROFITER À LA CIBLE DE NIVEAU DE PRIX*

Plus ou moins directement, il semble que la cible de niveau de prix puisse avoir d'autres avantages liés, là encore, à une meilleure gestion du problème de la crédibilité de la politique monétaire :

- si la Banque centrale attache moins d'importance que la société à la stabilisation des variables réelles, il peut y avoir pour la société un attrait supplémentaire pour l'adoption de la cible de niveau de prix par la Banque centrale. En effet, le fonctionnement même de la cible de niveau de prix, amenant la Banque centrale à accorder plus d'importance à la stabilisation de la production, tendrait vraisemblablement à améliorer le bien-être social. Cet argument, s'il est valide, pourrait alors être particulièrement intéressant dans le cas de la BCE, qui, par le mandat qui lui a été confié, est très fortement attachée à la stabilisation de l'inflation¹³. Parallèlement, l'adoption d'une cible de niveau de prix (relativement à la cible d'inflation) pourrait améliorer, dans ce contexte, le *policy-mix* entre la politique monétaire et la politique budgétaire, qui devient véritablement conflictuel dès lors que l'autorité publique et l'autorité monétaire disposent d'objectifs fortement divergents ;



- dans le même ordre d'idée, et toujours dans l'esprit de Rogoff, un argument supplémentaire en faveur de la cible de niveau de prix peut être de retenir, à côté du choix de la cible de prix optimale, le banquier central dont l'aversion pour la volatilité du niveau des prix est optimale au regard des préférences sociales¹⁴. En effet, ce degré de liberté supplémentaire dans le choix du banquier central semble en mesure de bénéficier davantage à la société sous une cible de niveau de prix que sous une cible d'inflation (voir notamment Vestin). Là encore, cela peut être mis en évidence rapidement dans le cas d'une courbe de Phillips NK en présence d'un choc temporaire. Dans cette configuration, la recherche du poids relatif « optimal » sous une cible d'inflation revient à ce que la Banque centrale valide simplement le poids relatif des préférences sociales. Cela est dû au fait que la non-persistance de l'inflation empêche la Banque centrale d'affecter les anticipations d'inflation sous la cible d'inflation et donc rend inopportun la sélection d'un poids relatif différent de celui de la société. Dans le cas de la cible de prix, le problème est différent. En raison du caractère persistant du niveau de prix au contraire de l'inflation, la Banque centrale peut affecter favorablement les anticipations d'inflation par le choix d'un poids relatif approprié ;

- indépendamment des conséquences que cela a sur l'arbitrage entre la stabilisation de l'inflation et de la production, la cible de niveau de prix qui conduit à un lissage plus prononcé des réactions de politique monétaire doit avoir un effet favorable sur la variabilité des taux d'intérêt (voir Maclean et Pioro par exemple). Supposons là encore, un choc positif sur l'inflation. Le fait que la Banque centrale doive ramener l'inflation mais aussi le niveau des prix à leur cible doit induire par la suite et temporairement une inflation en-deçà de sa cible. Si les agents comprennent cette politique et croient la Banque centrale totalement engagée sur la cible de niveau de prix, les anticipations d'inflation seront plus faibles avec la cible de niveau de prix qu'avec la cible d'inflation. Aussi, les ajustements nécessaires de taux d'intérêt réels peuvent se réaliser à travers des changements d'anticipations plutôt qu'à travers des changements de taux d'intérêt nominaux. Alors, ce mécanisme produit une réponse de politique monétaire plus lissée et moins cyclique, ce qui induit une volatilité des taux d'intérêt nominaux et de la production plus faible. Cette stabilité des taux d'intérêt nominaux peut être essentielle à la stabilité financière ou lorsqu'il existe des incertitudes concernant les relations structurelles guidant l'économie. Le rôle crucial des anticipations dans le processus de stabilisation sous la cible de niveau de prix (au-delà de celui qui joue sous une cible d'inflation), qui fait que les agents, par leurs anticipations, assurent, à côté de la politique monétaire à proprement parler, une partie de la stabilisation économique, va bien dans le sens de la perception d'un certain nombre d'économistes (voir



B. Friedman, 1999, par exemple) selon lesquels les Banques centrales, par leur transparence et leur politique de communication, peuvent envoyer des signaux en direction des marchés indépendamment de toutes décisions de politique monétaire ;

- également, le fait qu'une chute non anticipée dans le niveau des prix soit suivie d'une élévation anticipée du niveau des prix (et du taux d'inflation) doit pouvoir permettre de sortir plus facilement de situation de déflation, comme celle que connaît le Japon depuis 1995, en adoucissant la contrainte issue d'un taux d'intérêt nominal proche de zéro. Ainsi, à taux d'intérêt nominal constant, la hausse des anticipations d'inflation mènera à la baisse du taux réel *ex-ante* (avant mise en œuvre de la politique). Cela est déjà un premier pas dans le sens de la stabilisation de l'économie qui rend la baisse du taux d'intérêt nominal moins pressante. Dans cette perspective, Vinals (2000) préconise donc l'adoption d'une cible de niveau de prix lorsque les taux d'intérêt nominaux risquent d'être contraints, ne pouvant pas devenir négatifs¹⁵ ;

- comme il a été vu, un argument en faveur d'une cible de niveau de prix est qu'en réduisant l'incertitude sur les niveaux des prix à long terme, cette dernière assure une plus grande stabilité des contrats nominaux de long terme. Dans le même ordre d'idée, une cible de prix pourrait également permettre de simplifier la gestion des finances publiques. Cette dernière s'effectue dans un cadre pluriannuel et suppose de raisonner sur des évolutions de dépenses en volume. Ainsi, sous une cible d'inflation, tout choc sur les prix fait s'écarter les finances publiques des objectifs exprimés en volume et nécessite de modifier la trajectoire des dépenses, ce qui peut se révéler coûteux pour les agents économiques. Sous une cible de niveau de prix, les prix évoluant à moyen terme au rythme fixé par la Banque centrale, la progression des dépenses publiques reste conforme en moyenne aux objectifs et nécessite vraisemblablement des réajustements moins fréquents que sous une cible d'inflation. En revanche, le mécanisme mis précédemment en avant à plusieurs reprises pourrait se révéler néfaste dans l'Union monétaire où une politique monétaire commune s'applique à un ensemble de pays ayant des taux d'inflation divergents. Pour l'exemple, admettons que les taux d'inflation divergent fortement entre les pays (ce qui peut être structurel compte tenu de possibles effets Balassa-Samuelson tant que subsistent des pays dans la zone euro n'ayant pas convergé en termes de niveau de vie en direction des pays les plus avancés) et que l'inflation moyenne de la zone se situe au-dessus de la cible fixée. Pour ramener l'indice européen de niveau de prix à sa cible, il est donc nécessaire de mener une politique suffisamment restrictive afin que l'inflation passe en-dessous de sa cible. Le taux d'intérêt réel va donc augmenter sous le double effet de la hausse du taux court et de la baisse des anticipations



d'inflation dans une ampleur vraisemblablement supérieure au cas où l'inflation aurait été ciblée. Ce phénomène peut alors être particulièrement dangereux pour les pays qui avaient déjà une inflation faible puisqu'ils peuvent alors plus facilement plonger dans la déflation. Une cible de niveau de prix semble en mesure d'exacerber encore davantage au sein de la zone euro les conflits entre l'intérêt collectif et les intérêts particuliers (nationaux) nés de l'application d'une politique monétaire commune à un ensemble de pays dans des situations conjoncturelles différentes.

Dans les économies où l'inflation est peu importante, la question du ciblage du niveau de prix rencontre de la part des économistes un intérêt grandissant. Les études les plus récentes, placées dans un environnement « nouveau keynésien », tendent à montrer que la cible de niveau de prix peut être préférable à une cible d'inflation. La volonté de la Banque centrale de corriger les erreurs passées d'inflation oblige cette dernière à appréhender l'influence des anticipations de niveau de prix sur la production anticipée dans la définition de sa politique. Cette contrainte supplémentaire s'imposant à la Banque centrale, qui est intégrée par les agents privés, modifient leurs anticipations dans un sens favorable lorsque le problème d'incohérence temporelle de la politique monétaire n'est pas négligeable. Dit autrement, la correction des écarts passés d'inflation permet de résoudre en partie le problème d'incohérence temporelle de la politique monétaire né, non pas d'un objectif de production supérieur à son niveau naturel, mais de la présence de rigidités nominales dans l'économie. Le résultat est alors un arbitrage plus efficace entre la volatilité de l'inflation et la volatilité de la production sous une cible de niveau de prix que sous une cible d'inflation.

Également, toujours dans un environnement caractérisé par des anticipations formées de manière rationnelle et des rigidités nominales, une cible de niveau de prix semble pouvoir avoir d'autres avantages : notamment une meilleure gestion du *policy-mix* (lorsque celui-ci est conflictuel), une plus grande capacité à sortir ou à éviter la déflation, une meilleure gestion des finances publiques, une plus grande stabilité financière...

Néanmoins, il convient d'être prudent et se garder de changements hâtifs et radicaux. Dans cet article, nous avons pris le parti de souligner essentiellement les avantages d'une cible de niveau de prix comparative-ment à une cible d'inflation. Toutefois, des incertitudes entourent les bénéfices possibles de l'adoption d'une cible de niveau de prix, et il n'est pas surprenant qu'aucune Banque centrale n'ait décidé d'adopter une cible de niveau de prix dans les années récentes. Notre étude n'est pas



exhaustive et certains grands faits stylisés, comme les retards de transmission de la politique monétaire (dont la prise en compte nécessiterait que la Banque centrale se fixe des objectifs intermédiaires d'inflation ou de niveau de prix anticipé) n'ont pas été introduits. Il est également convenu que la cible d'inflation reste préférable si les anticipations ne sont pas rationnelles mais rétrospectives. En effet, les arguments en faveur de la cible de niveau de prix sont largement conditionnés par l'existence d'anticipations formées de manière rationnelle. Cela suppose donc que les agents forment des anticipations cohérentes à la fois avec la présence de rigidités dans l'économie et avec l'objectif de prix retenu par la Banque centrale¹⁶. Pour autant, les simulations réalisées par Maclean et Pioro (2000) semblent montrer que les avantages en termes de variabilité de la production, de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux d'une cible de niveau de prix pourraient perdurer dans le cas où les anticipations ne seraient pas totalement rationnelles (c'est-à-dire avec une cible de niveau de prix pas totalement crédible ou comprise), mais seraient plutôt formées comme un mélange d'anticipations adaptatives et d'anticipations rationnelles. Il est cependant nécessaire, pour que les gains inhérents à la poursuite d'une cible de niveau de prix subsistent, que les prix anticipés ne dépendent pas trop fortement des prix passés. Pour éviter que cette situation ne survienne, un travail pédagogique préalable important (par l'information et la communication) de la part de la Banque centrale auprès des agents est indispensable (afin que ces derniers, comme lors de l'expérience suédoise, soient *price-level minded*)¹⁷. Ce n'est qu'à cette condition qu'une cible de niveau de prix pourra être mise en œuvre avec succès. Il reste que la BCE n'est vraisemblablement pas la Banque centrale la mieux placée pour initier le mouvement. Une raison, évoquée dans le texte, repose sur la divergence de conjoncture des économies auxquelles s'applique la politique monétaire commune et qui fait que dans des circonstances particulières le mode de détermination de la politique monétaire commune peut amener plus facilement certains pays à « tomber » en déflation. Une seconde raison pourrait être liée à la difficulté que la BCE a à afficher aujourd'hui une cible de 2 % de manière véritablement crédible face à des pays disposant de niveaux de vie différents. En effet, la convergence des pays les plus en retard vers les pays les plus avancés doit nécessairement s'accompagner d'un surcroît d'inflation chez les premiers (effet Balassa-Samuelson) qui rend difficilement tenable et crédible le respect de la cible de 2 %. Dans ces conditions, le passage à une cible (de niveau de prix), encore plus contraignante, paraît plus difficilement envisageable.

NOTES

1. Les Banques centrales peuvent en fait appliquer, selon la terminologie usuelle, des politiques flexibles de ciblage de l'inflation, c'est-à-dire retenant à côté de leur objectif d'inflation un objectif de production. Ici, implicitement, les politiques de ciblage de l'inflation ou de niveau de prix seront entendues comme des « politiques flexibles de ciblage ».
2. Kiley (1998), Clarida, Gertler et Gali (2000), Aubert (2000) et Vestin (2000).
3. La cible de niveau de prix \bar{p}_i s'exprime sous la forme $\bar{p}_i = (1+\pi)^i \bar{p}_{i-1}$, la trajectoire de \bar{p}_{i-1} étant consistante avec le taux cible implicite π .
4. Les résultats de Fillion et Tetlow (1994) diffèrent quelque peu. Leurs simulations les conduisent à rapporter qu'une cible de niveau de prix produit une variabilité plus faible de l'inflation qu'une cible d'inflation bien que produisant une variabilité plus forte de la production.
5. Voir Svensson (1999), Aubert (2000), Dittmar, Gavin et Kydland (2000) et Vestin (2000) notamment.
6. Le fait de faire reposer le problème de la crédibilité de la politique monétaire sur la présence de rigidités dans l'économie et le comportement prospectif des agents est beaucoup plus satisfaisant que de l'adosser à l'hypothèse d'une Banque centrale visant vainement un niveau de production supérieur à son niveau naturel. Sur ce dernier point, certains économistes, comme Blinder (ancien vice-président de la FED), ont une opinion très tranchée. Blinder écrit à propos de la tentation inflationniste de la FED : « I never once witnessed nor experienced this temptation. Nor do I believe that this theoretical problem is a non problem ». Pour des explications alternatives à celle de Barro-Gordon de la situation des économies occidentales des années 1970 l'on peut se référer utilement à Taylor (1996), Sargent (1998) et Clarida, Gertler et Gali (1998).
7. Il est mis en évidence formellement à l'équilibre par la différence entre la politique monétaire sous engagement et celle sous discrétion lorsque la Banque centrale cible l'inflation.
8. Rogoff, se plaçant dans un cadre à la Barro-Gordon, a montré qu'en déléguant la conduite de la politique monétaire à un banquier central accordant plus de poids à la stabilisation de l'inflation que la société, le bien-être de cette dernière pouvait être amélioré par la réduction du biais inflationniste.
9. Dont l'application est crue par les agents privés.
10. Ce qui revient à considérer une économie marquée à la fois par des rigidités nominales (de prix) et des rigidités réelles (de salaires réels).
11. Se reporter à l'encadré n°3.
12. Les résolutions formelles de la solution optimale sous engagement en cible d'inflation et de la politique discrétionnaire sous la cible de niveau de prix (effectuées dans Aubert, 2000) sont plus délicates et devraient faire l'objet d'une attention plus approfondie que celle que nous pouvons leur accorder dans le cadre de cet article.
13. Les estimations de Cecchetti et Ehrmann (1999) du poids attaché par les Banques centrales à la stabilisation de la production relativement à la stabilisation de l'inflation montrent que les pays qui constituent aujourd'hui la zone euro sont parmi ceux qui individuellement attachaient le moins de poids à la stabilisation de la production.
14. Svensson, Dittmar et alii, et Aubert supposent que le poids relatif accordé par la Banque centrale à la stabilisation de la production par rapport à la stabilisation de l'objectif de prix (inflation ou niveau de prix) est le même que celui des préférences sociales.
15. Akerlof, Dickens et Perry (1996) en raison des rigidités à la baisse des salaires réels et Summers (1991) du fait de la contrainte de positivité des taux d'intérêt nominaux argumentent qu'une cible d'inflation supérieure à zéro permet de mettre de « l'huile dans les rouages de l'économie » et d'assurer à la politique monétaire une certaine capacité à stabiliser l'économie dans des périodes récessionnistes. D'après le mécanisme évoqué dans le texte, on peut alors se demander s'il n'y aurait pas ici un arbitrage possible sur le niveau de l'inflation ciblée selon que l'on se situe sous une cible d'inflation ou une cible de niveau de prix. Le mode de formation des anticipations sous la cible de niveau de prix, qui rend les contraintes de positivité de taux d'intérêt nominal et de rigidités des salaires réels moins prégnantes, pourrait peut-être s'accommoder d'une inflation tendancielle plus faible que sous une cible d'inflation.

16. Fuhrer (1997), de ses tests empiriques, conclue que les anticipations des prix futurs sont négligeables pour expliquer le comportement des prix et de l'inflation. À l'inverse, Gali et Gertler (1999) trouvent que la courbe de Phillips « nouveau keynésien » fournit une bonne approximation de la dynamique de l'inflation, validant par là même la rationalité des anticipations.

17. Mishkin (2000 a, 2000 b) suggère l'idée d'une politique hybride, combinant les caractéristiques des cibles d'inflation et de niveau de prix. Celle-ci pourrait par exemple prendre la forme d'une politique de ciblage de l'inflation avec annonce d'un objectif d'inflation anticipé à moyen terme à laquelle viendrait s'ajouter le respect d'une contrainte supplémentaire qui serait une cible pour le taux d'inflation moyen sous une période plus longue (par exemple cinq ans). Cette option est assez proche de celle retenue par la Banque centrale d'Australie, qui retient une cible d'inflation de 2 à 3 % sur l'intégralité du cycle des affaires.

BIBLIOGRAPHIE

AKERLOF G., W. DICKENS et G. PERRY (1996) : « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*.

AUBERT L. (2000) : « Cible d'inflation ou de niveau de prix : Quelle option retenir pour la banque centrale dans un environnement Nouveau Keynésien ? », *document de travail n°00-02*, Université d'Evry.

BARNETT R. et M. ENGINEER (2000) : « When is Price-Level Targeting a Good Idea ? », papier présenté au colloque de la Banque centrale du Canada, « Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy », 8-9 juin.

BARRO R. et D. GORDON (1983) : « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, Vol 12, pp 101-121.

BERG C. et L. JONUNG (1999) : « Pioneering price level targeting : The Swedish experience 1931-1937 », *Journal of Monetary Economics*, 43, pp 525-551.

BLINDER A. (1997) : « What Central Bankers Could Learn from Academics - and Vice Versa », *Journal of Perspectives*, Vol 11, n°2, pp 3-19.

CECCHETTI S. et M. EHRMANN (1999) : « Does Inflation Targeting Increase Output Volatility ? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes », NBER, n° 7426.

CLARIDA R., J. GALI et M. GERTLER (1998) : « Monetary Policy Rules and Macroeconomics Stability : Evidence et Theory », *Discussion paper n°190*, CEPR, juin.

CLARIDA R., J. GALI et M. GERTLER (2000) : « The science of Monetary Policy : a New Keynesian Perspective », *Journal of Economic Literature*, pp 1661-1707.

COHEN D. et Ph. MICHEL (1988) : « How Should Control Theory Be Used to Calculate a Time-Consistent Government Policy ? », *Review of Economic Studies*, pp 263-274.

COULOMBE S. (1998) : « La nature intertemporelle de l'information véhiculée par le système de prix », Acte du colloque « Stabilité des prix, cible en matière d'inflation et politique monétaire », Banque du Canada.

DITTMAR R., W. GAVIN et F. KYDLAND (2000) : « What Do New-Keynesian Phillips Curves Imply for Price-Level Targeting », *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*, pp 23-31.

FILLION J. et R. TETLOW (1994) : « Can Inflation Serve as Market Lubricant », Acte du colloque « Economic Behavior and Policy Choice Under Price Stability ».

FISHER S. (1994) : « Modern Central Banking », in *The Future of Central Banking*, eds. F. Capie, C. Goodhart et N. Schnadt, Cambridge University Press.

FRIEDMAN B. (1999) : « The Future of Monetary Policy : The Central Bank as an Army with only a Signal Corps ? », NBER n°7420.

FUHRER J. (1997) : « The (Un)Importance of Forward-Looking Behavior in Price Specifications », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 29, n°3, pp 338-350.

- GALI J. et M. GERTLER (1999) : « Inflation Dynamics : A structural econometric analysis », *Journal of Monetary Economics*, Vol 44, pp 195-222.
- KING R. et A. WOLMAN (1999) : « What Should the Monetary Authority do When Prices are Sticky? », dans *Monetary Policy Rules* édité par J. Taylor, NBER, University of Chicago Press.
- KYDLAND F. et E. PRESCOTT (1977) : « Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, vol 85, n°3, pp 473-49.
- MCCALLUM B. (1999) : « Issues in the Design of Monetary Policy Rules », in J. Taylor et M. Woodford, eds, *Handbook of Macroeconomics*, North Holland, Amsterdam.
- MCLEAN D. et H. PIORO (2000) : « Price level targeting : The Role of Credibility », papier présenté au colloque de la Banque centrale du Canada, « Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy », 8-9 juin.
- MISHKIN F. (2000 a) : « Issues in Inflation Targeting », intervention colloque Banque centrale du Canada, juin.
- MISHKIN F. (2000 b) : « What does Price Stability Mean ? Price Level or Inflation Target ? », intervention colloque Banque centrale européenne, novembre.
- ROBERTS J. (1995) : « New Keynesian Economics and the Phillips Curve », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 27, n°4, pp 975-984.
- ROGOFF K. (1985) : « The optimal Degree of Commitment to in Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp 1169-1190.
- SARGENT T. (1999) : *The Conquest of American Inflation*, Princeton University Press, New Jersey.
- SMETS F. (2000) : « What horizon for price stability », *Document de travail*, Banque centrale européenne.
- SUMMERS L. (1991) : « How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined ? », *Journal of Money, Credit and Banking*, pp 625-631, août.
- SVENSSON L. (1999) : « Price Level Targeting VS. Inflation Targeting : A Free Lunch ? », *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 31, N°3, pp 277-295.
- TAYLOR J. (1996) : « How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability ? »,
- VESTIN D. (2000) : « Price level Targeting Versus Inflation targeting in a Forward Looking Model », Mimeo, Stockholm University.
- VINALS (2000) : « Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment », colloque *Why Price Stability*, 2 et 3 décembre, Francfort.
- WOODFORD M. (2000a) : « Optimal Monetary Policy Inertia », NBER *Working Paper* n°7261.
- WOODFORD M. (2000b) : « Pitfalls of Forward-Looking Monetary Policy », *American Economic Review*, vol 90, pp 100-104, janvier.

ANNEXE

Caractéristiques des Banques centrales ciblant l'inflation de manière explicite

Banque centrale	Date d'adoption	Indice de prix de référence	Cible d'inflation	Autres objectifs	Transparence
Nouvelle-Zélande	« New Zealand Act » de 1989. Entré en vigueur le 1 ^{er} février 1990. Statut particulier du gouverneur directement responsable des résultats de la politique monétaire. Il peut être démissionné en cas de mauvais résultats.	Inflation sous-jacente des prix à la consommation (l'impact de premier tour des chocs d'offre sur les prix est a priori éliminé de cet indice).	Initialement, taux annuel d'inflation compris entre 0 et 2 %. Fin 1996, élargissement de la fourchette qui devient [0 % ; 3 %].	La banque centrale dispose d'une flexibilité implicite importante pour répondre aux fluctuations des variables réelles à court terme. À ce titre, elle joue largement sur la vitesse du retour de l'inflation à sa cible.	Toutes les données relatives à l'inflation et aux prévisions d'inflation sont regroupées et mises à disposition du public. Une restriction : les données sont trimestrielles et non mensuelles. Nombreuses publications de la Reserve Bank: Annual Report Monetary Policy Statement (semestriel) ; soumis au Parlement.
Canada	Février 1991. Développé de manière plus graduelle et informelle qu'en NZ. Pas de législation formelle sur la cible.	Inflation sous-jacente (excluant les prix de l'énergie et des biens alimentaires).	Fourchette depuis décembre 1995 : 1 % à 3 % Point visé depuis 1995 : 2 %.	Cible d'inflation flexible explicite. Le retour à la cible d'inflation ne doit pas occasionner de mouvements trop amples de la production et du chômage.	Fort engagement à la transparence et à la communication au public de la stratégie de politique monétaire. Annual Report. Publication des minutes.
Royaume-Uni	Annonce en octobre 1992 par le Chancelier de l'Échiquier, Norman Lamont. Le régime du ciblage de l'inflation n'est pas inscrit dans les statuts.	Indice des prix à la consommation hors frais d'intérêt hypothécaire (RPIX).	Fourchette : 1 % à 4 %. Point visé : 2,5 % ou moins.	Cible explicite d'inflation relativement flexible.	Lisibilité importante de la politique monétaire. Création de la publication Inflation Report, imitée ensuite par d'autres banques centrales ciblant l'inflation. Publication des minutes. Le mercredi cinq semaines après la réunion mensuelle.

CIBLE DE NIVEAU DE PRIX VERSUS CIBLE D'INFLATION : ÉTAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES

Suède	Janvier 1993. Communiqué officiel du Conseil des gouverneurs. Aucune publication de document officiel.	Indice des prix à la consommation.	Fourchette : 1 % à 3 % Point visé : 2 %.	Module explicitement l'intérêt accordé aux variables réelles par l'allongement du retour de l'inflation à sa cible.	Inflation Report (quatre fois par an depuis 1996).
Australie	Discours instituant la cible d'inflation : septembre 1994.	Inflation sous-jacente de l'indice des prix à la consommation.	Fourchette : entre 2 et 3 %.	S'occupe de manière explicite à court terme des variables réelles.	Publie des rapports réguliers sur la politique monétaire et l'inflation.
Israël	Discours du ministre des Finances instituant la cible d'inflation : décembre 1991. Pas de législation formelle.	Indice des prix à la consommation.	Partant d'une situation d'hyperinflation, la cible d'inflation a évolué largement. Entre 14 % et 15 % durant 92, 10 % pour 93, 8 % pour 94..., entre 7 % et 10 % pour 98. La cible d'inflation est également assortie d'une cible officielle le taux de change du shekel vis-à-vis du dollar.	S'occupe explicitement à court terme des variables réelles.	Publie des rapports réguliers sur la politique monétaire et l'inflation.
Espagne	Novembre 1994. Une des motivations est de « mettre » l'économie espagnole sur les bons rails en vue de son entrée dans l'UEM. Expérience terminée en mai 98 au moment de l'annonce des parités officielles.	Indice des prix à la consommation	Objectif : moins de 3%.	Cible d'inflation apparemment assez rigide en raison des prescriptions du Traité de Maastricht.	Publie des rapports réguliers sur la politique monétaire et l'inflation.

