

CIBLAGE D'INFLATION NOUVEAU CADRE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Par : T. LATRECHE

Maître de conférences à l'Ecole Supérieure de Commerce d'Alger, chef de projet au laboratoire.

Résumé : La pensée en matière de théorie et de politique monétaires ne cesse de croître. Les changements structurels au niveau de l'économie exigent à chaque phase des réponses adaptées. L'avènement du ciblage d'inflation marque ainsi une phase de développement à la fois de la pensée monétaire et de la pratique de la politique monétaire. En effet, le ciblage d'inflation est un nouveau régime de politique monétaire qui reconnaît que son premier ultime objectif soit la maîtrise de l'inflation à des niveaux bas. Cette reconnaissance implique un engagement explicite en faveur de cet objectif qui se manifeste à travers un engagement institutionnel clair de la part des pouvoirs publics. A partir de ce moment, la réalisation de cet objectif exige une indépendance de la politique monétaire ; c'est-à-dire l'indépendance de l'institution chargée de sa conduite qu'est la Banque Centrale.

Mots clés : Ciblage d'inflation, engagement institutionnel, indépendance de la Banque centrale, crédibilité de la politique monétaire, anticipations inflationnistes, incohérence dynamique, politique monétaire activiste, prévision d'inflation.

ملخص: لم يتوقف التفكير على مستوى النظرية النقدية والسياسة النقدية يوما. ذلك أن التغيرات الهيكلية الحاصلة على مستوى الاقتصاد تتطلب في كل مرحلة من مراحل ذلك التطور ردودا ملائمة. وهكذا يجسد مجيء إستراتيجية استهداف التضخم مرحلة من مراحل التطور في الفكر النقدي وممارسة السياسة النقدية في نفس الوقت. بالفعل، يشكل استهداف التضخم نظاما جديدا للسياسة النقدية، يعترف بأن هدفها النهائي الأول هو التحكم في التضخم عند مستويات منخفضة. ويؤدي هذا الاعتراف إلى إصدار التزام صريح لصالح هذا الهدف، والذي يتعين أن يتكرس من خلال التزام مؤسسي واضح من طرف السلطات العمومية. واعتبارا من تلك اللحظة، يتطلب تحقيق هذا الهدف استقلالية السياسة النقدية؛ بمعنى استقلالية المؤسسة المكلفة بتصميمها وتنفيذها ألا وهي البنك المركزي.

الكلمات المفتاحية: استهداف التضخم، الالتزام المؤسسي، استقلالية البنك المركزي، مصداقية السياسة النقدية، التوقعات التضخمية، عدم الاتساق الديناميكي، السياسة النقدية النشطة، التنبؤ بالتضخم.

I. Introduction

Depuis son adoption pour la première fois par la nouvelle Zélande en 1990, le ciblage d'inflation ne cesse d'occuper d'espaces de plus en plus larges parmi les économistes et les Banques centrales. Une littérature abondante était consacrée à l'analyse de cette stratégie alternative de politique monétaire durant les années 1990 et 2000.

Jusqu'à 2005, vingt et un (21) pays, 08 pays industriels* et 13 pays émergents**, ont déjà adopté le ciblage d'inflation. Depuis cette date, d'autres pays envisagent sérieusement de faire de même.

Le ciblage d'inflation est une nouvelle stratégie de politique monétaire dont le souci majeur est de réaliser un taux d'inflation bas et stable. Par rapport aux autres stratégies, dites conventionnelles, le ciblage d'inflation veut agir directement sur l'inflation, en tant que premier objectif ultime pour la politique monétaire, sans passer par d'autres objectifs intermédiaires tels que les agrégats monétaires.

L'inflation est devenue, surtout avec la diffusion des thèses néolibérales des nouveaux classiques, un mal absolu à combattre à tout prix. En présence d'une inflation non ou mal maîtrisée, l'économie ne pourra pas fonctionner de manière optimale, puisque des pertes en termes de croissance seraient inévitables, avec des coûts en termes de chômage. Ainsi, aux yeux de ses adeptes, le ciblage d'inflation peut être une réponse adéquate aux problèmes d'incohérences dynamiques provoqués par une politique monétaire discrétionnaire qui cherche de façon continue à influencer l'activité.

Quel est l'objet de cette nouvelle stratégie de politique monétaire ? Quelles sont les raisons qui font d'elle une stratégie si populaire ? Comment fonctionne-t-elle ? Quelles sont les conditions de son applicabilité, surtout dans le cas des pays en développement comme l'Algérie ? Ce sont là les principales questions auxquelles s'attèle à répondre le présent article. Cependant, cet article n'ambitionne pas d'apporter une quelconque évaluation ou une prise de position, mais il se veut un inventaire critique de l'état actuel du débat autour de cette stratégie.

II. Cadre conventionnel de la politique monétaire

Le cadre conventionnel « traditionnel » de la politique monétaire se distingue par deux principales caractéristiques :

- des objectifs ultimes multiples pris comme un ensemble vaguement identifiés, et souvent non quantifiés.

* Australie, Canada, Islande, Nouvelle Zélande, Norvège, Suède, Suisse, Royaume-Uni.

** Brésil, Chili, Colombie, République Tchèque, Hongrie, Israël, Corée du sud, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Afrique du sud, Thaïlande.

- des cibles intermédiaires explicites qui servent de maillon pour réaliser les objectifs ultimes.

II.1. Problème des objectifs ultimes

Les deux éléments du cadre conventionnel de la politique monétaire méritent un commentaire. Dans le cadre des objectifs ultimes, la politique monétaire tend à être activiste. Elle est utilisée pour réaliser un taux de croissance réel élevé qui peut ramener le chômage à un niveau le plus bas possible tout en garantissant la stabilité à long terme des prix. Ce système d'objectifs ultimes multiples souffre néanmoins de trois lacunes principales :

Multiplicité et contradiction

La multiplicité des objectifs finaux (ultimes) pose un problème d'incohérence d'ensemble. En effet, certains objectifs sont contradictoires ; la réalisation des uns se fait au détriment des autres. Cette contradiction peut intervenir entre objectifs externes (stabilité de change) et internes (stabilité des prix) ou entre objectifs internes eux-mêmes (stabilité des prix et réduction du chômage). Dans un tel schéma, une seule politique s'avère incapable d'atteindre l'ensemble des objectifs à la fois. Dès lors, un choix s'impose.

Système de priorité indéfini

Dans le cadre de multiplicité des objectifs se pose également un problème de priorité. A ce stade, quel est l'objectif qui doit constituer la première priorité pour la politique monétaire ? Y a-t-il possibilité de changer ce système de priorité d'une période à une autre ? Quelles sont les circonstances qui imposent ce changement de priorité ? Qui a la responsabilité de définir ce système de priorité pour la politique monétaire ?

Il est évident que le choix de tel ou tel système de priorité conditionne, dans une large mesure, l'efficacité de la politique monétaire. Le changement de ce système d'une période à une autre la prive des avantages liés à sa continuité et pourrait ainsi devenir un facteur de déséquilibre. Son identité varie selon qu'elle est largement influencée par le gouvernement ou exclusivement conçue par une Banque centrale indépendante. Cette dernière question pose en effet le problème de distribution du pouvoir économique entre les différentes institutions et l'indépendance de chacune par rapport à l'autre ainsi que la

spécialisation en matière d'exécution de la politique économique (LATRECHE, 2001&2007).

Problème de mesure

La meilleure politique est celle basée sur des objectifs explicitement mesurés. Or, dans ce qu'on appelle le cadre conventionnel de la politique monétaire, cette mesure des objectifs n'existe pas. Il est de tradition de dire que la politique monétaire vise à baisser le chômage (réaliser un taux élevé de croissance) et garantir la stabilité des prix, sans avoir à dire quel est le taux de chômage souhaité et quel est le taux d'inflation visé. Cela pose en effet un problème d'efficacité et d'évaluation. Tant que les objectifs n'obéissent à aucune mesure quantitative, il est difficile d'évaluer de manière objective et précise le succès de la politique monétaire, et donc nous serons incapables de savoir si elle est utilisée d'une manière optimale.

II.2. Rôle des cibles intermédiaires

Les cibles intermédiaires basées sur les agrégats monétaires constituent de bonnes cibles opérationnelles en cas d'existence d'une relation avérées entre cette cible et le revenu nominal de telle sorte que la manipulation des agrégats monétaires puisse entraîner une croissance stable du revenu nominal. Ce résultat est basé sur une supposition relative à l'existence d'une stabilité de la vélocité* de la monnaie ou du moins que sa prédictibilité soit possible. Il est aussi appuyé sur un choix judicieux entre les agrégats monétaires qui ont le plus d'influence sur l'objectif final. Or, cette relation n'est ni précise ni entièrement prévisible. Ce problème s'ajoute à une capacité douteuse de la Banque centrale quant à la maîtrise du contrôle de l'agrégat monétaire choisit comme cible qui pourrait contribuer à alimenter l'instabilité de la demande monétaire qui tend à s'accroître en période de réformes ou suite à des innovations financières massives entraînant un changement de la structure des alternatives aux actifs monétaires.

Dans une telle situation, les autorités monétaires se trouvent dans l'incertitude d'atteindre leur(s) objectif(s) ultime(s), qu'il soit un objectif d'inflation ou un objectif de revenu. Une politique monétaire expansionniste à ce sens pourrait ne pas générer l'augmentation souhaitée du revenu alors qu'elle provoquerait à terme une vague de pressions

* Vitesse de circulation de la monnaie.

inflationnistes. Partant d'une situation d'inflation, une politique monétaire restrictive ne pourrait garantir une réduction d'inflation mais qui pourrait être à l'origine d'un ralentissement de l'économie. D'où l'importance d'adapter une politique monétaire claire en termes d'objectifs, de démarche et de moyens de sa mise œuvre.

III. Pourquoi la politique monétaire activiste est-elle inefficace ?

La politique monétaire activiste (ou encore discrétionnaire) est celle qui vise à booster le produit à court terme pour absorber le chômage. Cette conception de politique monétaire repose sur le fait qu'il y a possibilité de stimuler le produit si on accepte un certain coût en terme d'inflation (existence de possibilité d'arbitrage entre les deux variables). L'idée de la politique monétaire activiste était largement acceptée il y a presque une quarantaine d'années, avant que les thèses néoclassiques (monétaristes et celles des anticipations rationnelles) apparaissent et s'amplifient. Cette thèse a été ensuite frappée en brèche pour trois raisons essentielles : 1° la politique monétaire agit sur l'économie réelle avec des délais longs et variables, elle est donc incertaine ; 2° Inexistence d'un compromis à long terme entre le chômage et l'inflation et, 3° Persistance du problème d'incohérence dynamique (temporelle) liés au mode et au timing d'anticipations des agents économiques non financiers et la manière par laquelle les autorités monétaires prennent en considération ces anticipations.

III.1. La politique monétaire agit sur l'économie réelle avec des délais longs et variables

La politique monétaire n'agit pas immédiatement sur les variables réelles de l'économie. Il faudrait attendre un certain temps pour que ses effets puissent se faire sentir sur le produit et l'emploi. Plusieurs investigations statistiques, notamment celles menées par Friedman sur l'économie américaine, ont démontré que la politique monétaire produit ses effets avec un retard. Le délai que prend la politique monétaire pour produire les effets escomptés est à la fois long et variable. Dans ces conditions, la politique monétaire serait alors incertaine.

La longévité et la variabilité du délai rendent la politique monétaire contreproductive. En effet, les impulsions monétaires pourraient atteindre l'économie au moment où elle n'en a pas besoin. Si c'est le cas, elles vont accentuer les déséquilibres par l'amplification des tensions inflationnistes. Ainsi, d'où elle visait la stimulation de l'économie pour

dépasser la crise, la politique monétaire expansionniste aurait produit une surchauffe caractérisée par l'emballlement de l'inflation.

III.2. Inexistence d'un compromis à long terme entre le chômage et l'inflation

La justification de la politique monétaire activiste trouve son origine dans la logique de la courbe de Philips qui établit une relation inverse entre le taux de chômage et le taux d'inflation comme le montre bien l'équation suivante :

$$\pi_t = \theta - \alpha(\mu_t - \mu_t^*) \dots \dots \dots (1)$$

L'inflation π_t est une fonction inverse de l'écart entre le taux de chômage effectif μ_t , en temps t est le taux de chômage naturel μ_t^* en temps t, α est un facteur négatif représentant la pente de la courbe et θ un terme constant. Cette relation rend possible l'arbitrage entre le chômage et l'inflation. Si les autorités veulent réduire le taux de chômage courant (ou effectif) ils devront absolument accepter un taux élevé d'inflation.

Cette règle qui était largement acceptée, notamment parmi les économistes keynésiens, a été frappée en brèche par les monétaristes et à leur tête Friedman. Celui-ci a soutenu que les agents économiques (travailleurs et entreprises) ne sont pas influencés par l'illusion monétaire et donnent, ainsi, plus d'importance aux variables réelles au détriment des variables monétaires. En conséquence, lorsqu'ils négocient leurs salaires ils prennent en considération leur anticipation de l'inflation. Laquelle anticipation varie en fonction de la politique monétaire poursuivie. Si la politique monétaire est expansionniste les anticipations d'inflation se déplaceront vers le haut. C'est ainsi que le taux d'inflation anticipée π_t^e prend la place du terme constant θ , l'équation (1) peut être alors réécrite comme suit :

$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha(\mu_t - \mu_t^*) \dots \dots \dots (2)$$

Les agents économiques adaptent leurs anticipations d'inflation au fur et à mesure pour tenir compte de leurs erreurs d'anticipations commises de par le passé. La correction des erreurs mène à terme vers une convergence de l'inflation anticipée et l'inflation effective (constatée ou courante). A long terme (la période nécessaire pour la correction des

erreurs), l'inflation anticipée sera égale à l'inflation constatée ($\pi_t = \pi_t^e$). Cela permet de réécrire l'équation 2 comme suit :

$$0 = -\alpha(\mu_t - \mu_t^*) \dots \dots \dots (3)$$

L'équation (3) montre que le taux de chômage courant serait égal à long terme au taux de chômage naturel mais avec un taux élevé d'inflation. Même si une politique monétaire activiste réussit à réduire le taux de chômage courant au dessous de son niveau naturel on assistera à terme au retour de ce taux de chômage courant pour converger sur celui du chômage naturel mais après avoir enregistré au passage un taux élevé d'inflation. Cela veut dire qu'à long terme il n'existe pas un arbitrage possible entre le taux de chômage et le taux d'inflation.

III.3. Problème d'incohérence dynamique

Le problème d'incohérence dynamique (ou encore temporelle), traité par Kydland et Prescott (1977) et Barro et Gordon (1983), constitue un obstacle majeur pour l'efficacité de la politique monétaire activiste. Le problème d'incohérence dynamique découle du fait que les autorités monétaires prennent leurs décisions de politique monétaire en partant, au moment de la conception de cette politique, de l'hypothèse que les anticipations des agents économiques sont données (Mishkin, 1997). Cette supposition ne correspond pas à la nature dynamique des systèmes économiques (Kydland & Prescott, 1977). Car le comportement des agents économiques, et donc leurs décisions actuelles, est influencé par les anticipations qu'ils font de la politique future. Pour booster le produit, les autorités monétaires n'ont qu'un seul choix : surprendre les agents économiques. Pour ce faire, elles doivent mener une politique monétaire plus expansionniste qu'anticipée.

Durant la première période (durant laquelle une partie de la politique poursuivie n'est pas anticipée en raison de la surprise), les autorités peuvent réaliser des gains de produit (ou d'emploi), la politique monétaire est alors optimale (réduction du chômage avec constance de l'inflation ou une inflation moins élevée puisque mal anticipée, selon le cas). Dans l'avenir (les périodes ultérieures), après que les agents économiques prennent conscience des effets réels de la politique monétaire mise en place, ils ajustent leurs anticipations en fonction de la politique effectivement pratiquée, le chômage regagne son niveau antérieur mais avec plus d'inflation. Cette politique devient alors non

optimale, ce qui exprime l'existence d'une situation d'incohérence dynamique.

La conjonction de ces trois problèmes rend toute politique monétaire activiste, qui vise à exercer une influence sur les variables réelles de l'économie, contreproductive. Cet effort explicatif a poussé les économistes et les Banques Centrales de repenser le cadre de politique monétaire et choisir la direction dans laquelle doit s'orienter cette politique monétaire. Celle-ci doit concentrer son effort sur la variable qui sert le mieux l'économie à long terme.

IV. Le consensus autour de l'inflation

Le consensus s'est vite dégagé, parmi les économistes et Banques centrales, en faveur de la maîtrise de l'inflation comme principal objectif de la politique monétaire. Ce consensus se justifie d'abord par les explications données en haut contre la politique monétaire activiste, dont la finalité est de stimuler le produit (combattre le chômage). Il serait, en effet, vain de poursuivre un objectif réel qui ne sera jamais réalisé par la poursuite d'une politique monétaire expansionniste et qui sera, par ailleurs, coûteuse en terme d'inflation. Le consensus autour de l'inflation s'est dégagé aussi parce que la réalisation de la stabilité des prix (maîtrise de l'inflation) serait indispensable à long terme pour promouvoir la croissance économique et réaliser des niveaux élevés de produit. En effet, une inflation non maîtrisée serait perverse pour l'économie à plusieurs titres.

- elle fausse le calcul économique, notamment des agents économiques non financiers, en raison de la distorsion des prix relatifs qu'elle provoque. Les calculs relatifs aux différents prix (prix des intrants, prix des biens et services, prix des actifs financiers, ...) seraient, ainsi, biaisés et les valeurs réelles des crédits, investissements et des coûts ne reflèteraient plus la réalité. Cette situation crée une distorsion au niveau des coûts d'opportunité et affaiblit l'utilisation optimale des ressources disponibles.

- En effet, l'inflation change la structure des prix relatifs. La nouvelle structure va influencer le comportement financier des agents économiques non financiers qui auront tendance à favoriser les placement financiers (notamment dans les actifs financiers) au détriment de l'investissement (Mishkin, 1997). D'une manière générale, les agents économiques non financiers tendent, en périodes d'inflation non

maîtrisée, à préférer les activités dans lesquelles l'exécution des transactions sera plus facile, ce qui rend le déplacement de leurs fonds (placements) plus rapide. Il est clair que ces agents cherchent, dans une telle situation, à optimiser plus rapidement leurs avoirs tout en préparant des solutions de fuite pour les protéger contre une inflation qui prend à se généraliser. Tout cela va, évidemment, provoquer à terme une chute de production et un ralentissement de l'économie serait alors inéluctable.

- L'inflation engendre aussi des inégalités sociales non négligeables. En effet, une inflation élevée et non maîtrisée défigure la distribution du revenu national de manière à approfondir l'écart entre les différents groupes sociaux. Il est vrai que l'inflation érode le pouvoir d'achat des revenus fixes et dope celui des revenus variables. L'inflation est aussi injuste parce qu'elle lèse les épargnants et favorise les débiteurs (emprunteurs).

- Enfin, l'inflation est dangereuse parce qu'elle n'est pas facilement curable (l'inflation est un mal incurable, disait Friedman). Il est généralement admis qu'une augmentation de l'inflation est plus flexible et facilement réalisable qu'une désinflation. La période de désinflation est généralement plus longue que la période d'augmentation de l'inflation. Le traitement de l'inflation devient ainsi plus problématique et induit des coûts et des sacrifices.

V. Ciblage d'inflation : Description de la démarche

Le ciblage d'inflation est une nouvelle stratégie de la politique monétaire qui a été introduite pour la première fois en 1990 à la Nouvelle-Zélande. Depuis et jusqu'au 2005, vingt et un (21) pays développés et émergents ont choisi d'adopter cette stratégie pour conduire leurs politiques monétaires respectives.

La particularité de cette stratégie est qu'elle donne une importance primordiale aux aspects institutionnels de sa mise en œuvre. La communication avec le public (les agents économiques) constitue le sens de sa philosophie. Dans ce cadre, la transparence constitue son souci le plus important, puisqu'elle est primordiale pour sa crédibilité et donc pour son efficacité.

L'applicabilité de cette stratégie trouve donc son soutien dans une reconnaissance explicite de la part de tous, notamment les pouvoirs publics, des mérites d'une maîtrise de l'inflation. Cette reconnaissance se reflète à travers une construction institutionnelle qui définit clairement le

rôle et la mission de la politique monétaire ainsi que la responsabilité de l'institution chargée de sa mise en œuvre.

V.1. Démarche du ciblage d'inflation

La démarche du ciblage d'inflation est simple dans sa description. Elle repose sur une annonce au public d'un chiffre ou une fourchette (intervalle) explicite d'inflation qui constitue la cible officielle que la Banque centrale (autorité chargée de la conception et la mise en œuvre de la politique monétaire) s'efforcera de réaliser (Bernanke & Mishkin, 1997 ; Svensson, 1997, Mishkin, 2004). Cette cible est annoncée pour un horizon temporel donné qui est généralement référencié par rapport au moyen terme. Elle constitue dès lors l'ancrage nominal pour la politique monétaire.

Ainsi, la politique monétaire dispose d'un objectif quantitatif fixé pour le moyen terme. Cette référence temporelle n'est pas fortuite car elle prend en considération le problème du délai. En effet, la politique monétaire pourrait à court terme exercer des effets sur le produit. Elle ne commence à influencer les prix que dans le moyen terme. Ceci dit, l'inflation d'aujourd'hui est le résultat des décisions monétaires prises dans le passé (par exemple deux années auparavant), et les décisions actuelles n'auront leur effet sur les prix que dans les mois (ou les années) suivant(e)s.

Cette démarche se caractérise, en outre, par la poursuite d'une politique de communication envers le public de plus en plus intense autour de la cible d'inflation annoncée et la manière par laquelle la Banque centrale entend l'atteindre. Cette communication est importante. Elle vise à atteindre un double objectif. Elle recèle d'abord un aspect explicatif des plans et objectifs qu'elle entend réaliser, programmés dans le temps. Elle montre ensuite l'insistance de la Banque centrale à les réaliser et que rien ne la détourne de ces objectifs.

Cette démarche nécessite, en fait, un engagement institutionnel autour de la stabilité des prix en tant que premier objectif de la politique monétaire à moyen et long terme. Cet engagement passe par une précision explicite dans la loi monétaire de l'objectif assigné à la politique monétaire. Cela est important, car il reflète un consensus autour de cet objectif, à commencer par le gouvernement dont le comportement à travers la sphère budgétaire influence d'une manière ou d'une autre l'orientation de la politique monétaire. Cet engagement institutionnel a,

aussi, le mérite de clarifier et hiérarchiser les responsabilités économiques dans le sens d'une meilleure cohérence de la politique économique dans son ensemble.

La logique de cette stratégie confie à la Banque centrale une responsabilité accrue en matière de réalisation de ses objectifs d'inflation. En effet, la Banque centrale est l'institution la mieux placée pour formuler les décisions techniques nécessaires pour réaliser la stabilité des prix et de faire les jugements si la poursuite d'autres objectifs est compatible ou non avec l'objectif final (Bernanke & Mishkin, 1997). Cette responsabilité est engagée vis-à-vis le public (l'ensemble des détenteurs de la monnaie) de sorte que ce dernier voit dans la démarche de la Banque centrale la traduction de l'engagement de l'ensemble des pouvoirs publics en matière de la politique poursuivie.

Une annonce d'une cible chiffrée, un engagement institutionnel autour de la stabilité des prix et une responsabilité accrue de la Banque centrale en la matière ne pourraient que favoriser la transparence de la politique monétaire. En effet, l'annonce d'un chiffre d'inflation pour la cible le rend explicite aux yeux du public et devient ainsi facilement compréhensible. La communication avec le public et les marchés, à travers notamment l'explication des plans et objectifs des autorités monétaires et les évaluations régulières exhaustives relatives à la situation d'inflation, contribue à instaurer et approfondir la confiance vis-à-vis de la politique poursuivie par la Banque centrale.

Outre ces axes fondamentaux de la stratégie de ciblage d'inflation, Mishkin (2004) évoque également un autre important pré-requis qui a une dimension beaucoup plus technique. Il s'agit particulièrement de la nécessité de s'appuyer sur un large éventail de données et statistiques concernant les différents segments de l'économie. Ces statistiques servent bien évidemment à analyser les comportements économiques à la base de la demande monétaire. Mais elles servent aussi et surtout à l'élaboration des modèles et la prévision d'inflation.

V.2. Préalables

La pertinence de l'application d'une stratégie de ciblage de l'inflation est liée à l'existence d'un certain nombre de préalables. Ces préalables sont absolument indispensables pour la faisabilité et la crédibilité d'une telle stratégie.

En effet, la pierre angulaire dans toute la stratégie est l'indépendance de la Banque centrale, l'institution chargée de la mise en œuvre et la conduite de la politique monétaire. Cette indépendance concerne notamment les aspects relatifs à la définition des objectifs de la politique monétaire et surtout à sa capacité de choisir les moyens de leur mise en œuvre. L'exercice n'est pas facile. Les turbulences produites pendant les moments de crises, par exemple, poussent les pouvoirs publics à exercer telle ou telle pression pour inciter la Banque centrale à opter pour tel ou tel choix. Outre l'injustice que cela pourrait provoquer, un tel choix pris en dehors de la volonté effective de l'autorité monétaire, donc qui peut ne pas traduire les conditions monétaires d'ensemble, peut perturber le fonctionnement de tout l'édifice à l'origine de la stabilité monétaire jusque là constatée. L'indépendance de la Banque centrale est aussi importante en terme de responsabilité. En effet, sans cette indépendance, elle ne peut être responsable d'aucune évolution en matière d'inflation. Une confusion s'installe autour de la nature et objectifs de la politique monétaire, ce qui incite les gens à se comporter de manière qui peut exactement contrarier les visées de cette politique monétaire. Ainsi, il est important de dire qu'une indépendance de la Banque centrale, qui favorise la crédibilité de la politique monétaire, évite à l'économie les problèmes liés à l'incohérence dynamique, en montrant au public qu'elle a toute la latitude, la capacité et les moyens de poursuivre et réaliser des objectifs de stabilité des prix.

Outre l'indépendance de la Banque centrale, il faut signaler la nécessité d'existence d'institutions solides capables d'assurer une meilleure transmission de la politique monétaire. Des institutions monétaires efficaces et un marché financier efficient sont indispensables pour optimiser les circuits des flux monétaires, à travers une plus grande flexibilité quant à la manière de réagir aux décisions monétaires.

Aussi, une structure technique capable de manier les instruments de modélisation et de la prévision semble indispensable. A vrai dire, la conduite d'une stratégie de ciblage d'inflation est foncièrement basée sur la prévision de plusieurs variables économiques telles que, entre autre, l'évolution future de l'inflation et celle du comportement des agents économiques.

Enfin, il est admis que la conduite d'une telle stratégie ne peut être imaginable que dans un système de prix flexibles. S'il n'est pas exigé que tous les prix doivent obéir à cette règle, la majorité d'entre eux le doit. La

condition de flexibilité de la formation des prix relatifs donne, en fait, compétence au marché d'entreprendre les adaptations nécessaires aux conditions réelles au sein de l'économie. Les variables économiques ne seront ainsi pas biaisées. Les calculs et prévisions relatifs à l'inflation reflèteront justement la réalité, donnant à la politique monétaire poursuivie toute sa signification et sa crédibilité. Outre cette condition si importante, l'inflation ne doit pas être profondément influencée par les prix des biens de base ou même par ceux d'un autre groupe de biens sensibles aux influences saisonnières pour n'avoir pas de résultats biaisés, donc ne reflétant pas la réalité. Cela pose, en effet, le problème de quel indice de prix faut-il prendre en considération : niveaux de l'indice général, taux d'inflation générale, inflation de base ou sous-jacente ? Le choix, faut-il encore le signaler, doit porter sur des séries de prix ayant la caractéristique d'être précises, opportunes et facilement compréhensibles par le public (Bernanke & Mishkin, 1997). Si la plus part des pays ayant adopté cette stratégie ont choisi le taux d'inflation générale, il n'en reste que ce type de choix doit refléter les conditions et caractéristiques économiques et monétaires qui règnent dans le pays concerné de sorte qu'il traduise réellement la stabilité des prix.

VI. Ciblage d'inflation: Implémentation et contrôle

La mise en œuvre de la stratégie de ciblage d'inflation repose sur une structure de prévision à tous les niveaux. En effet, la conduite de la politique monétaire, selon cette stratégie, met en exergue la nécessité de la prévision du taux d'inflation à chaque instant en utilisant le modèle approprié de prévision et les informations pertinentes.

Cette prévision de l'inflation est nécessaire pour la conduite et l'évaluation de la politique monétaire. Car l'inflation réalisée (courante) ne peut servir de référence d'évaluation au moins pour deux raisons. Tout d'abord, la comparaison, à un instant donné, entre le taux d'inflation réalisé et le taux cible n'est pas valable pour évaluer les décisions courantes de la politique monétaire en raison que l'inflation réalisée à cet instant est le résultat de décisions en la matière prises dans le passé, qui à cause du problème de délai ne peuvent produire leurs effets au même instant. L'inflation réalisée à un instant donné ne renseigne rien sur les décisions de politique monétaire prises à cet instant. L'inflation réalisée aujourd'hui ne reflète ainsi pas les informations actuelles qui servent de base pour les décisions courantes de la politique monétaire. En second lieu, l'inflation réalisée n'est toujours pas la conséquence de la politique

monétaire. Elle est influencée aussi par d'autres facteurs. Il est ainsi difficile de dissocier les effets des décisions de la politique monétaire sur l'inflation réalisée de ceux des autres facteurs. Cette raison révèle qu'une éventuelle concordance entre l'inflation réalisée et la cible ne serait pas nécessairement la traduction d'une efficacité de la politique monétaire poursuivie au moment de l'évaluation.

Ainsi, la conduite de la politique monétaire s'effectue à travers la prévision du taux d'inflation à l'aide de modèle de prévision pertinent. Une fois ce modèle élaboré et les séries de données préparées, la prévision d'inflation s'effectue de façon normale. La structure de prévision est censée contenir toutes les composantes formelles et informelles du système de conduite de la politique monétaire, à savoir le modèle qui exprime le mieux l'évolution de l'inflation en plus des jugements des autorités monétaires qui se traduisent par des ajustements apportés aux résultats. La prévision d'inflation s'appuie, ainsi, sur l'utilisation de l'ensemble des informations disponibles, y compris les informations actuelles (et non seulement historiques), en plus des informations qui ne se rapportent pas directement au modèle utilisé et même sur les jugements des « policy makers ». La conjugaison de ces facteurs permet de produire une prévision d'inflation d'une précision acceptable où les erreurs de prévision seront mesurables d'autant plus que le modèle d'équation utilisé subit des ajustements structurels permanents de sorte d'augmenter la précision de la prévision (Svensson, 2005 & 1997). Ainsi, la prévision d'inflation constitue une alternative sérieuse pour l'évaluation et le contrôle des actions de la politique monétaire.

Une fois la prévision du taux d'inflation effectuée, les autorités monétaires procèdent à une comparaison entre le taux prévu de l'inflation et le taux cible. Un niveau de taux d'inflation prévu supérieur à la cible signifie que la politique monétaire était plus expansionniste que nécessaire. Les autorités monétaires interviennent alors et modifient leurs instruments dans le sens de faire revenir l'inflation prévue à la limite de la cible ; c'est-à-dire resserrer cette politique monétaire. L'instrument de la politique monétaire (taux d'intérêt, taux de réescompte, taux de réserve obligatoire,...) est ainsi utilisé de manière quasi automatique pour réduire l'écart entre la prévision d'inflation et la cible fixée par les autorités monétaires au minimum possible. Néanmoins, si un écart positif (inflation prévue supérieure à la cible) apparaît, qui nécessite un

resserrement de la politique monétaire, il n'est pas toujours évident qu'une réduction immédiate de cet écart soit conseillée. Deux cas peuvent illustrer cette affirmation. En 1991, lorsque l'Allemagne a vécu une situation d'inflation, la Bundesbank a intervenu pour réduire graduellement cette inflation au lieu de poursuivre une politique monétaire restrictive brutale (Fischer, 1994). Un deuxième exemple vient du Canada où la Banque centrale de ce pays a annoncé clairement que si elle se trouve confrontée à une situation d'inflation elle s'activera à la réduire, pour la porter à l'intérieur de la fourchette, dans un espace de six à huit trimestres (Freedman, 1996). Cela renseigne clairement que si l'utilisation de l'instrument est assez automatique, elle ne doit pas toutefois être brutale sans que cette progressivité ne soit aussi hésitante de sorte qu'elle soit perçue comme une passivité de la politique monétaire.

Ainsi, La prévision d'inflation devient la cible intermédiaire explicite (Svensson, 1997) qui remplace le rôle de cible intermédiaire joué autrefois par les agrégats monétaires. Le rôle d'objectif intermédiaire joué par la prévision d'inflation est justifié pour au moins quatre raisons. 1° l'existence d'une forte corrélation entre le taux prévu d'inflation et le taux réalisé (courant). En effet, si l'horizon de prévision est de trois ans, le taux prévu d'inflation après trois ans ($\pi_{t+3/t}$) constitue la variable de l'année t qui est la plus liée au taux d'inflation réalisée à l'année $t + 3$. 2° l'inflation prévue ($\pi_{t+3/t}$) est plus facilement maîtrisable que l'inflation réalisée $t + 3$, sachant que l'effet de la politique monétaire poursuivie sur l'inflation prévue et le même que celui produit sur le l'inflation réalisée, ce qui revient à dire, de ce point de vue, que la prévision d'inflation est fortement identique à l'inflation réalisée. 3° l'inflation prévue est facilement observable de la part de la Banque centrale et le public (la prévision d'inflation est constamment publiée par la Banque centrale). En effet, la prévision d'inflation pour l'année $t + 3$ est observable à l'année t puisque sa détermination s'appuie sur les informations disponibles à cette année, et il n'est pas ainsi nécessaire d'attendre l'année $t + 3$ pour connaître l'inflation réalisée (courante) et porter un jugement sur l'efficacité de la politique monétaire. 4° la prévision d'inflation est hautement transparente, car très compréhensible par le public. A cet égard, Le ciblage d'inflation est plus important et plus significatif qu'un ciblage monétaire, car une cible monétaire peut concerner seulement un public restreint qui comprend le sens de cette

cible alors que la cible d'inflation est connue par le large public qui se montre directement concernée par elle.

VII. Transmission des effets de la politique monétaire dans le cadre du ciblage d'inflation

La politique monétaire suit traditionnellement plusieurs canaux pour produire ses effets. Les canaux traditionnels de transmission des effets de la politique monétaire sont le crédit, les taux d'intérêts, le taux de change ou encore les prix des actifs financiers. Or, il s'avère que, et c'est le cas de l'ensemble des pays avancés et même des pays émergents, ces canaux traditionnels n'expliquent pas, à eux seuls, l'évolution des variables économiques en réaction aux décisions de la politique, ou du moins, la relation entre les deux bouts de la chaîne n'est pas tout à fait précise. Face à cette imprécision, les autorités monétaires s'activent à modifier constamment leurs décisions de sorte à atteindre leurs objectifs. Etant donné le problème d'incohérence dynamique, ces changements continus de politique monétaire ne seront pas optimaux. Cela veut dire, qu'à terme, ces décisions produiront des niveaux plus élevés d'inflation sans avoir les résultats escomptés en terme de croissance.

La question qui s'impose est de chercher à comprendre ce résultat qui paraît un peu paradoxal vu que la logique inhérente aux variables traditionnelles de transmission s'efforce de nous expliquer qu'une politique monétaire expansionniste, par exemple, aura de résultats positifs sur l'activité économique à travers les conditions favorables qu'elle crée (accès au crédits, taux d'intérêt favorable à l'investissement, taux de change stable). Une première explication réside dans le fait que ces variables de transmission sont intégrées dans une logique de l'offre monétaire par le système bancaire qui n'est pas tout à fait expliquée par des comportements prouvés du côté de la demande monétaire. Ceci dit, les agents économiques ne réagissent toujours pas comme les autorités monétaires le souhaitent. Face à une politique monétaire expansionniste, par exemple, et contrairement à la logique que prédisent les variables traditionnelles de transmission, les agents économiques peuvent adopter un comportement qui peut contrarier fondamentalement ce que les autorités monétaires souhaitent faire.

En effet, les agents économiques anticipent, dans l'exemple d'une politique monétaire expansionniste, une augmentation de l'inflation. Cette anticipation les pousse à réagir conformément à leurs intérêts immédiats et futurs. Ainsi, les agents économiques vont exiger et inclure

dans les contrats salariaux une prime d'inflation plus élevée de manière à préserver au moins le même niveau de leurs salaires réels. En réaction, les entreprises agissent par la réduction de leur demande d'emploi qui influe négativement sur la croissance. Ainsi, les autorités monétaires, avec l'existence du postulat d'anticipation qui est une évidence du marché, n'arrivent guère à booster durablement l'activité et l'emploi, mais qui se retrouvent à terme face à une situation d'inflation provoquée par ces décisions initiales. Les anticipations inflationnistes deviennent ainsi un paramètre fondamental dans la conception et la conduite de la politique monétaire ; elles constituent un canal de transmission qui explique comment une politique monétaire expansionniste serait vaine à stimuler l'activité et qu'elle ne fait que provoquer à terme une situation inflationniste.

La stratégie de ciblage d'inflation est fondée sur le fait que les autorités monétaires visent substantiellement à influencer les anticipations inflationnistes des agents économiques non financiers. Elle reconnaît par là que les dites anticipations inflationnistes jouent un rôle fondamental dans la formation de l'inflation effective. Si le fonctionnement de l'économie repose de manière générale sur un modèle d'anticipations (c'est le cas notamment des pays industrialisés et même des pays émergents), la stratégie serait en conséquence bien fondée. Dans le cas contraire, ou dans le cas où le segment des agents concernés par les anticipations est restreint, l'efficacité relative de la stratégie reste à vérifier. Ceci dit, la stratégie du ciblage d'inflation répond à des exigences et reflète un contexte.

En fixant une cible (taux ou intervalle) chiffrée d'inflation en tant qu'objectif ultime de la politique monétaire, la Banque centrale envoie un signal fort aux agents économiques non financiers. La persistance des autorités monétaires à réaliser ce taux ciblé crée un climat positif auprès de ces agents qui favorise la crédibilité de la politique monétaire.

Une perception positive de la politique monétaire de la part des agents économiques non financiers influe directement et positivement (dans le sens d'une stabilisation des anticipations) les anticipations inflationnistes de ces agents. Ceux-ci procèdent à ajuster leurs anticipations autour du niveau ciblé de l'inflation fixé par la Banque centrale. Leur conviction que celle-ci veille à maintenir l'inflation effective autour de la cible permet de stabiliser leur anticipation à ce niveau. Par ailleurs, la stabilisation des anticipations inflationnistes, à

travers une politique monétaire crédible, permet à la Banque centrale d'avoir une vision claire de la demande monétaire désirée de sorte qu'elle puisse mettre en place une politique monétaire appropriée. Une fluctuation forte de la demande monétaire (qui est dans une certaine mesure le résultat d'anticipations inflationnistes instables et pessimistes) amoindrit substantiellement la capacité de la Banque centrale à déterminer le niveau voulu de la demande monétaire, ce qui rend difficile une conduite équilibrée de sa politique monétaire.

VIII. Evaluation de la stratégie du ciblage d'inflation

Plusieurs études ont examiné empiriquement la performance de la stratégie du ciblage d'inflation (Bernanke & Mishkin, 1997 ; Ball & Sheridan, 2003 ; Batini & Laxton, 2006 ; Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2007). La vérification a été effectuée sur plusieurs niveaux, notamment les performances en termes de maîtrise de l'inflation, de croissance et des taux d'intérêt.

VIII.1. Ciblage d'inflation et maîtrise de l'inflation

Ball et Sheridan (2003) ont mené une étude comparative sur deux groupes de pays appartenant à l'OCDE : sept (07) pays qui ont adopté le ciblage d'inflation dans le début des années 1990 et treize (13) pays qui ne l'ont pas fait. Les conclusions n'étaient pas tranchantes puisque l'étude a montré que les deux groupes de pays ont réussi à améliorer leur performance d'inflation. Elle a montré que, durant la période précédant celle de l'adoption du ciblage, le taux d'inflation moyen dans le premier groupe de pays était de 5,8% et 3,7% dans le deuxième groupe. Durant la période de ciblage, les taux d'inflation moyens convergent dans les deux groupes de pays autour de 1,9%. Aussi, en se référant à la variabilité de l'inflation, la même conclusion a pratiquement pu être constatée. En effet, les déviations standards de l'inflation et du trend d'inflation ont baissé dans les deux groupes de pays durant la période de ciblage. Plus important encore, les déviations standards dans les pays n'ayant pas adopté le régime de ciblage sont plus basses que dans l'autre groupe. Aucun argument en faveur du ciblage d'inflation n'a été ainsi mis en lumière. Au contraire, les deux auteurs ont conclu que le ciblage d'inflation n'a pas d'effets avantageux évidents.

Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007) ont pu pratiquement arriver aux mêmes conclusions avec des divergences près. Dans une étude consacrée à 21 pays industriels et émergents ayant adopté le ciblage

d'inflation et 13 pays industriels qui ne l'ont pas fait, ils ont montré que l'ensemble de pays ayant adopté cette stratégie ont réussi de réduire le taux moyen d'inflation de 12,6% durant la période précédant l'adoption du ciblage à seulement 4,4% dans la période du ciblage. Par ailleurs, le groupe de pays n'ayant pas adopté cette stratégie a, pour sa part, réussi à réduire le taux moyen d'inflation de 4,01% durant la période d'avant à 2,07% durant la période d'après. Les pays industriels ayant adopté cette stratégie ont pu réduire leur taux moyen d'inflation de 4,73% avant la période d'adoption à 2,24% après, alors que les pays émergents ont réussi de ramener ce taux moyens de 18,56% à 5,97% après l'adoption du ciblage. Par référence à la déviation d'inflation, l'étude a montré une volatilité de l'inflation dans les pays industriels ayant adopté cette stratégie deux fois plus importante que celle constatée dans les pays industriels qui ne l'ont pas adopté et ce pour pratiquement les deux périodes d'avant et d'après le ciblage. Dans les pays émergents, la volatilité était plus importante. En outre, cette étude a pu révéler que le régime du ciblage a aidé les pays l'ayant adopté de réduire les réponses d'inflation domestique aux chocs sur les prix du pétrole. Ce constat est vérifié sur deux niveaux. Il est fait tout d'abord par rapport à leurs propres expériences avant l'adoption du ciblage. Ensuite, il est constaté que les réponses des prix domestiques aux chocs sur les prix du pétrole sont inférieures dans les pays ayant adopté le régime du ciblage que dans les pays qui ne l'ont pas fait surtout à partir de 1997. Batini et Laxton (2006) ont pu, dans une étude consacrée à 31 pays émergents, conclure que le ciblage d'inflation a permis aux pays qui l'ont adopté de réaliser des améliorations significatives dans l'ancrage à la fois de l'inflation et des anticipations inflationnistes sans que cela puisse produire des effets défavorables sur le produit.

VIII.2. Ciblage d'inflation et croissance

En terme de croissance, l'étude de Ball et Sheridan (2003) a conclu que le taux moyen de croissance dans le groupe de pays ayant adopté le ciblage a augmenté après l'adoption du ciblage d'inflation alors qu'il a légèrement diminué pour le deuxième groupe, conclusion qu'il faut par ailleurs prendre avec précaution, du point de vue même des deux auteurs, vu l'imprécision des estimations due à la très grande variation du taux de croissance d'un pays à l'autre pris individuellement. Une autre conclusion intéressante concerne la variabilité du produit. L'analyse a montré que, durant la période précédant l'adoption du ciblage, le produit

est beaucoup plus stable dans les pays qui n'ont pas adopté cette stratégie que dans les pays constituant l'autre groupe avant qu'il devienne plus stable dans les deux groupes pendant la période du ciblage.

Faisant référence à l'étude de Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007), il est constaté que l'ensemble des pays ayant adopté le régime de ciblage ou non ont réussi à réduire la volatilité de la croissance et du gap de produit. Néanmoins, les pays n'ayant pas adopté cette stratégie ont pu réduire la volatilité des deux indicateurs de manière plus nette que les pays ayant adopté cette stratégie

VIII.3. Ciblage d'inflation et taux d'intérêt

En se basant sur le critère des taux d'intérêt, l'étude de Ball et Sheridan (2003) a montré que les pays n'ayant pas adopté cette stratégie réalisaient toujours des taux d'intérêt à long terme plus bas que les pays qui l'ont fait. Après l'adoption du ciblage, les deux groupes de pays continuaient à produire des taux d'intérêt bas avec une légère amélioration pour ceux qui ont opté pour cette stratégie. Quant aux taux d'intérêt à court terme, l'étude a pu constater la même tendance. La volatilité des taux d'intérêt à court terme avant la période de ciblage était plus basse dans les pays n'ayant pas adopté le ciblage. La volatilité se tend ensuite, durant la période du ciblage, à baisser pour les deux groupes.

L'étude de Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007) a emprunté un autre chemin pour vérifier l'impact du ciblage d'inflation sur les taux d'intérêt. Les deux auteurs ont voulu mesurer l'indépendance de la politique monétaire à travers l'évaluation des réponses dynamiques des taux d'intérêt domestiques aux chocs sur les taux d'intérêt internationaux. Ils ont pu arriver à formuler une double conclusion. La première est que l'adoption du ciblage d'inflation a mené à une augmentation de la sensibilité des taux d'intérêt dans les pays industriels ayant adopté cette stratégie, contrairement aux pays émergents, qui ont adopté la même stratégie, qui ont vu la sensibilité des taux d'intérêt se diriger substantiellement vers le bas. La deuxième conclusion n'est qu'une conséquence logique. En effet, ces changements ont permis une quasi-convergence de la sensibilité des taux d'intérêt dans les pays (industriels et émergents) ayant adopté cette stratégie et ceux qui ne l'ont pas fait, sachant qu'avant son adoption des divergences notables persistaient. Pour leur part, Batini et Laxton (2006) concluaient que, sous le règne du ciblage d'inflation, les taux d'intérêt, les taux de change et les réserves

internationales aux pays émergents sont moins volatils et les crises de monnaie sont mineures.

VIII.4. Voix franchement discordantes

La voix la plus audible en la matière est celle émanant de Stiglitz. Celui-ci se met de prime abord en dehors du modèle ultra-libéral conçu par les nouveaux classiques (monétaristes et tenants de la théorie des anticipations rationnelles) qui n'a, à son avis, d'objectif principal que la réduction du rôle de l'Etat. Cela lui permet d'adopter une logique différente selon laquelle le marché joue l'essentiel et l'Etat encadre et régule. Ce positionnement l'a mené à critiquer les idées centrales qui servent de base doctrinale à la stratégie de ciblage d'inflation. En effet, Stiglitz (2003), dans un livre consacré à l'analyse de l'économie américaine durant les années 1990, estimait que dans la quasi-totalité des missions de la Réserve fédérale (Banque centrale américaine) il y a des arbitrages à faire, raison pour laquelle ces missions ne devraient pas être confiées à des technocrates. Dans tous les cas, lorsque la Banque centrale prend des décisions il y a toujours des incertitudes autour de ses implications, ce qui impose un risque. Ce risque implique un choix entre une poussée d'inflation et un fort taux de chômage (la fameuse courbe de Phillips). Puisque il y a ce type de choix, la décision doit être prise dans la sphère politique et non technocratique du moment qu'il n'y a pas une seule bonne réponse au problème posé. Il est ainsi évident, conclut Stiglitz, que ces arbitrages remettent en cause l'idée même de Banque centrale indépendante ; et comme ça toute l'architecture du ciblage d'inflation tombe.

Dans une deuxième étape de son offensif, Stiglitz (2008) parlait franchement de l'échec du régime de ciblage d'inflation. En effet, la résurgence de l'inflation durant les années 2007 et 2008 au niveau mondial lui a offert une preuve pour dire que s'il y avait, dans le passé, une maîtrise de l'inflation à des niveaux bas, elle ne serait pas la conséquence du ciblage d'inflation mais plutôt un résultat d'autres conditions favorables. Pour lui, le ciblage d'inflation n'est qu'une réponse doctrinale, et non technique, face au discrédit du monétarisme qu'il considère par ailleurs comme une théorie simpliste. Ainsi, le ciblage d'inflation est, à son avis, une méthode rudimentaire qui repose sur une théorie économique médiocre et peu de preuves empiriques. En effet, argumente-t-il, face à une multiplicité des origines et sources de l'inflation il serait aberrant de recourir à chaque fois au même instrument

de politique monétaire qui est l'augmentation des taux d'intérêt, qui aurait par ailleurs d'autres conséquences néfastes sur l'ensemble de l'économie. L'inflation importée par exemple, ajoute –t-il, ne devrait et ne pourrait être traitée de la même manière que l'inflation monétaire. En conclusion, Stiglitz annonce clairement qu'en se référant à la nature de l'inflation actuelle à travers le monde, le ciblage d'inflation est mis à l'épreuve et échouera certainement.

IX. Qu'en est-il pour l'Algérie ?

On a vu plus haut que le ciblage d'inflation obéit à un contexte caractérisé par la réunion de certaines conditions. Ces conditions sont en général satisfaites dans le cadre des pays avancés. Ceci dit, quelle est la situation de l'Algérie par rapport aux exigences de cette stratégie ? Au vu de ce que se passe ailleurs, quelle est la démarche algérienne en matière de conduite de la politique monétaire ?

IX.1. Conditions du ciblage et situation de l'Algérie

La plupart des études consacrées à ce sujet dans les pays émergents et en développement s'accordent à différencier leur contexte de celui des pays industriels avancés. La différenciation se fait particulièrement aux niveaux institutionnels, techniques et de mécanismes de fonctionnement.

Exigences institutionnelles

Le ciblage d'inflation fonctionne bien, comme nous l'avons vu, dans le cadre d'institutions adaptées. L'existence de ces institutions caractérise, en fait, le contexte des pays avancés. L'introduction du régime de ciblage d'inflation, dans ces pays, a nécessité seulement la confirmation officielle de certains aspects institutionnels qui constituent par ailleurs une convergence conventionnelle générale autour de la philosophie générale sur laquelle est basé le régime du ciblage de l'inflation.

Par rapport à cet aspect, Mishkin (2004) a pu mettre en avant cinq principales faiblesses caractérisant, de manière générale, les pays émergents et en développement, à savoir : institutions fiscales faibles, institutions financières faibles (y compris régulation prudentielle gouvernementale et supervision), crédibilité faible des institutions monétaires, substitution monétaire et dollarisation du passif et, enfin, vulnérabilité par rapport à l'arrêt soudain des flux de capitaux. Mise à

part le quatrième point, l'économie algérienne se voit concernée par le reste de ces facteurs.

Il n'est pas inutile de souligner qu'avec la faiblesse des trois types d'institutions (citées en haut) l'économie serait sur-exposée aux menaces inflationnistes. Des institutions fiscales faibles diminuent la capacité de collecte de la fiscalité ordinaire (hors hydrocarbures) et poussent l'Etat à plus d'imposition qui va faire pression sur le potentiel fiscal. Ainsi, avec des institutions fiscales faibles les pouvoirs publics, notamment en période de crise des finances publiques, n'ont d'issue qu'à recourir à la planche à billet. Cela n'est pas un jeu d'esprit mais une réalité vérifiée à maintes reprises. La fragilité des institutions fiscales constitue donc une menace pour l'indépendance de la politique monétaire ce qui vide de son sens tout régime de ciblage de l'inflation. De même, des institutions financières et monétaires peu adaptées et fragiles constituent un handicap face au ciblage de l'inflation soit en raison d'une mauvaise transmission monétaire soit à cause d'une dénaturation du rôle des instruments monétaires (taux d'intérêt par exemple).

En plus de ces faiblesses institutionnelles qui caractérisent le contexte algérien, et de manière générale les économies émergentes et en développement, il faut insister aussi sur une confusion en matière d'engagement institutionnel en faveur de l'inflation comme objectif ultime de la politique monétaire. En effet, la loi relative à la monnaie et au crédit (ordonnance No. 03-11 du 26/08/2003) stipule dans son article 35 que la mission de la Banque d'Algérie « est de créer et de maintenir dans le domaine de la monnaie, du crédit et de change, les conditions les plus favorables à un développement rapide de l'économie, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie. ». Le concept de « conditions les plus favorables pour un développement rapide de l'économie » est à la fois très vaste, très vague et complexe pour l'illustrer uniquement dans le cadre monétaire. Cette formulation de la mission de la Banque d'Algérie dénature les objectifs et brouille l'ordre des priorités. L'inflation peut n'être qu'un second par rapport au «développement de l'économie».

Le point « c » du premier alinéa de l'article 62 de l'ordonnance 03-11 n'arrange pas les choses en termes de mission de l'autorité monétaire. En effet, ce point stipule que parmi les pouvoirs dont le Conseil de la Monnaie et de Crédit est investi en tant qu'autorité monétaire est « la

définition, la conduite, le suivi et l'évaluation de la politique monétaire ; dans ce but le Conseil fixe les objectifs monétaires, notamment en matière d'évolution des agrégats monétaire et de crédit... ». A partir du moment où les agrégats monétaires ou le crédit sont des objectifs intermédiaires, il est légitime de s'interroger sur la nature des objectifs ultimes en fonction desquels le Conseil fixe ses objectifs en termes d'agrégats monétaires et de crédit. En outre, dans le régime du ciblage d'inflation, le rôle d'objectif intermédiaire est joué par la prévision d'inflation, un régime dans lequel les agrégats monétaires et de crédits n'ont pratiquement aucun rôle.

Par ailleurs, l'indépendance « institutionnelle » de la Banque d'Algérie semble ne pas constituer un souci majeur pour le rédacteur de la loi monétaire. L'amendement de loi 90-10 du 14 Avril 1990 relative à la monnaie et au crédit par l'ordonnance 01-01 du 27 Février 2001, puis par l'ordonnance 03-11 du 26 Août 2003, a opté pour le mandat ouvert du Gouverneur de la Banque d'Algérie. Ce mandat peut ainsi durer plusieurs années comme il peut être de quelques mois seulement. Contrairement au texte de 90-10, les conditions de mettre fin aux fonctions du Gouverneur ne sont ni évoquées ni fixées par le texte en vigueur de la loi bancaire. La suppression de la durée du mandat, pourtant fixée par la loi bancaire version 90-10, ne semble pas de nature à favoriser l'indépendance de la Banque d'Algérie.

Aussi, le dernier alinéa de l'article 62 de l'ordonnance 03-11 ajoute que le Conseil entend le Ministre chargé des finances à la demande de celui-ci, sans définir les conditions d'une telle entrevue ou fixer les points pour lesquels une telle rencontre doit avoir lieu. A partir de ce constat, il y a lieu de s'interroger sur la nécessité, la pertinence, les conditions et l'objet d'une telle rencontre. Aussi, l'article 63 fait obligation au Gouverneur de la Banque d'Algérie de communiquer au Ministre des finances tout « projet » de règlement approuvé par le Conseil, et ce avant sa promulgation officielle. Lequel Ministre est de droit de demander la modification de n'importe quel projet.

Cette architecture de l'autorité monétaire pose, en fait, la problématique des rapports réels entre la Banque d'Algérie et l'exécutif. Dans un tel cadre institutionnel, il est important de savoir la marge de manœuvre de l'autorité monétaire, notamment en période de crise comme par exemple dans le cas d'un retournement de situation sur le

marché pétrolier. D'un point de vue du ciblage d'inflation, on peut conclure que l'état actuel du cadre institutionnel est peu adapté.

Moyens techniques

On a vu que dans le régime du ciblage d'inflation, la prévision d'inflation constitue l'objectif intermédiaire de la politique monétaire. En ce sens, l'existence d'un système de prévision s'avère indispensable pour conduire et accomplir cette politique.

Batini et Laxton (2006) ont identifié quatre conditions préalables¹ à toute mise en place du ciblage d'inflation, parmi lesquelles la nécessité d'existence d'une infrastructure technique bien développée. Ils considèrent, par ailleurs, que le coût élevé du ciblage d'inflation en termes d'exigences institutionnelle et technique rend ce régime peu souhaitable dans pas mal d'économies émergentes.

Il est clair qu'en terme technique, l'économie algérienne ne dispose pas de compétences techniques nécessaires. Le système statistique du pays est peu fiable sur un double plan. Tout d'abord en termes de base de données, les statistiques ne sont pas assez larges, celles disponibles souffrent parfois de manque de crédibilité. Elles n'offrent pas une variété sectorielle nécessaire à une meilleure prévision. En second lieu, ce système est peu adapté en termes de périodicité. L'élaboration de statistiques se fait généralement de manière annualisée, et souvent de façon retardée, ce qui rend la prévision, surtout basée sur les données récentes, moins faisable.

De même, le pays ne dispose pas d'un système économétrique que ce soit au niveau macroéconomique, sectoriel ou même monétaire. Aucun modèle de prévision d'inflation n'est à ce jour disponible. L'élaboration de modèles exigeant d'énormes moyens humains, financiers et notamment techniques rend difficile et improbable d'envisager, du moins à court et à moyen terme, la mise en place d'un tel système. L'explication d'une telle situation est assez simple. Le caractère global du système économétrique et l'impératif de cohérence d'ensemble nécessitent un effort de longue haleine et une fouille technique sophistiquée.

¹ Ces quatre conditions sont une indépendance institutionnelle, une infrastructure technique bien développée, une structure économique bien adaptée et un système financier sain.

Ceci dit, il faut quand même se poser une question. L'existence préalable de capacité technique est-elle vraiment indispensable au ciblage d'inflation ? Batini et Laxton (2006), eux-mêmes, ont nuancé leur propos en la matière. En effet, ils ont remarqué que la majorité des économies industrielles et émergentes ayant adopté le ciblage d'inflation a commencé à le faire avec une faible capacité de prévision ou sans capacité du tout et sans modèle de prévision. Cela a pu être constaté tout en tenant compte des différences entre pays industriels et pays émergents où les premiers, contrairement aux seconds, avaient quand même un processus systématique de prévision. La qualité « médiocre » des informations de départ dans les pays émergents, comparativement avec les pays industriels, a constitué pour eux un désavantage relatif, mais qui les a contraint par la suite à améliorer leurs bases de données respectives. Ceci dit, l'adoption du ciblage d'inflation, même en cas d'inexistence de modèles de prévision et de la médiocrité de l'information, constitue un exercice vers l'ancrage de bonnes pratiques en matière de gestion macroéconomique. Elle crée les incitations vers un consensus autour de règles claires et transparentes de fonctionnement économique dont la finalité est l'utilisation optimale des ressources.

Mécanismes de fonctionnement des prévisions

La transmission des effets de la politique monétaire dans le régime du ciblage d'inflation est basée sur le fonctionnement d'un système de comportements des agents économiques. Lequel système repose, pour sa part, sur un modèle d'anticipation propre à ces agents. Ainsi, la fonctionnalité de ce régime suppose alors que le facteur « anticipation » joue un rôle fondamental dans le fonctionnement global de l'économie. Cela veut dire que, dans une large mesure, le majeur segment de l'économie devrait fonctionner sur la base d'anticipation.

Les anticipations des agents supposent un système de prix déréglementé. La flexibilité des prix donne aux agents économiques la possibilité de modifier leurs plans futurs en fonction de contraintes et opportunités actuelles et futures. En l'absence de système de prix déréglementé, les comportements ne se forment pas en termes de coût et la mobilité des ressources entre différents usages ne se fait pas en termes de coût d'opportunité. Il en résulte une utilisation non optimale des ressources disponibles.

En Algérie, il est peut-être utile de rappeler l'absence de modèle et de contexte pour l'anticipation de manière générale et l'anticipation de

l'inflation de manière particulière, comme comportement fondamental de régulation économique. Ceci dit, la philosophie de la politique monétaire n'est pas d'essence à influencer les comportements. Dans un tel schéma, la politique monétaire n'influence pas la conjoncture, au contraire, elle la subit. Ainsi, au lieu d'être entreprenante, elle est réactionnaire. Aussi, dans un système économique basé sur la rente, la politique monétaire constitue un instrument par le biais duquel une bonne partie des arbitrages liés à la gestion de cette rente s'effectue.

IX.2. Quelle démarche de politique monétaire alors ?

La politique monétaire algérienne a connu depuis la réforme de 1990 trois étapes essentielles (1990-1994, 1994-2001 et 2001 jusqu'à ce jour). Durant les deux premières périodes, la politique monétaire était anti-inflationniste vu le taux élevé de l'inflation. Après la stabilisation de l'inflation, elle s'est vue attribué, durant la troisième période, un rôle de maîtrise de l'inflation.

De 1990 jusqu'à 1994, elle s'est caractérisée par l'usage d'instruments directs tel que l'encadrement de crédit. La période était difficile comme en témoigne la détresse financière aigue des banques publiques. L'inflation, très élevée durant cette phase, s'est accompagnée avec des changements structurels tels que la libéralisation de la formation des prix relatifs et des taux d'intérêt.

De 1994 à 2001, l'Algérie a mis en œuvre un programme d'ajustement structurel dont l'objectif principal est de libéraliser l'économie. Cette période avait été marquée par le passage vers l'utilisation des instruments indirects de la politique monétaire, notamment les opérations sur le marché monétaire. Durant cette période, les problèmes de liquidité bancaire persistaient encore. De manière graduelle, l'inflation a pu être ramenée à des niveaux raisonnables, parfois incroyablement bas, de 29,04% et 29,78% en 1994 et 1995 respectivement à 2,64% en 1999 et surtout à 0,34% en 2000, taux le plus bas depuis le début de la réforme financière en 1990.

A partir de 2001, deux événements majeurs viennent marquer le cadre de la politique monétaire. Tout d'abord, nous avons assisté à un changement du cadre institutionnel (la loi relative à la monnaie et au crédit) de la politique monétaire qui a été amorcé en deux étapes en 2001 puis en 2003. Le deuxième, plus important pour la conduite de la politique monétaire, est celui du passage de l'économie algérienne d'une

situation de manque aigu de liquidité bancaire, qui a caractérisé pratiquement l'ensemble des années 1990, à une situation d'excès de liquidité bancaire, qui a commencé à revêtir un caractère structurel depuis 2001.

Le passage à l'excès de liquidité s'est accompagné avec l'émergence d'un autre phénomène monétaire. En effet, au fil des temps, les avoirs extérieurs nets ont graduellement pris du poids dans l'explication de l'émission monétaire, pour devenir ces trois dernières années, la source quasi-unique pour la création monétaire par la Banque d'Algérie. Cette transformation est exclusivement due à l'évolution positive sur le marché international du pétrole. Ceci dit, le crédit intérieur (à l'Etat et à l'économie) a perdu sa place en tant que première source de création monétaire. Cela constitue une mutation majeure qui n'est pas de nature à faciliter la tâche de la Banque d'Algérie en matière de conduite de la politique monétaire vu le caractère hautement autonome des avoirs extérieurs nets.

Face à cette situation, la Banque d'Algérie a d'abord renforcé les instruments indirects de la politique monétaire. De la réserve obligatoire (réintroduite à partir de Février 2001), à la reprise de liquidité (introduite en Avril 2002) et jusqu'à la facilité de dépôt rémunéré (introduite en Juin 2005), le souci majeur était d'éponger l'excès de liquidité sur le marché. L'objectif était d'empêcher une résurgence de l'inflation, tout en permettant au système bancaire, surtout public, encore en mutation, la possibilité de s'offrir des opportunités pour gérer au mieux ses trésoreries.

Dans ce cadre, un exercice important en termes de gestion de l'inflation caractérise la conduite de la politique monétaire ces dernières années. Il s'agit là d'un trait de la stratégie de ciblage d'inflation. En effet, la Banque d'Algérie se fixe un objectif d'inflation à moyen terme de 3% qui s'efforce à le réaliser. Sans parler de l'objectivité de cette cible, ni de la pertinence de l'arsenal technique mis en place pour mener à bien ce choix, l'exercice reste important, car il marque une prise de conscience autour de l'inflation comme « principal » objectif de la politique monétaire.

Néanmoins, le ciblage d'inflation, stricto-sensu, ne peut pas constituer dans un proche avenir une alternative crédible, ni même pas souhaitable, non pas en raison des faiblesses techniques déjà évoquées, mais en raison des faiblesses caractérisant le système bancaire qui

n'arrive toujours pas à amorcer sa véritable mutation, celle qui déclenche et renforce irrémédiablement son efficacité fonctionnelle.

Même avec une fixation d'une cible pour l'inflation, dont la réalisation est importante du point de vue de la crédibilité, la préférence pour le cadre conventionnel de la politique monétaire, dans l'état actuel des choses, est de notre point de vue indiquée. Vu la capacité actuelle, technique et instrumentale, de la Banque d'Algérie, la maîtrise de la procédure sophistiquée du ciblage d'inflation n'est pas vérifiée. Par contre, elle est capable au moins de contrôler sa base monétaire.

Cependant, la poursuite d'une stratégie conventionnelle, basée sur un ciblage des agrégats monétaires, doit s'accompagner par un exercice rigoureux de la programmation monétaire. L'enrichissement graduel du modèle de cette programmation peut constituer un exercice vers l'adoption d'une stratégie de ciblage d'inflation, à travers notamment la technicité acquise et la base de données constituée. Dans tous les cas, une gestion monétaire durablement saine nécessite la mise en place d'institutions monétaire et financière solides, la confection d'un système statistique large, cohérent et souple, l'acquisition d'une technicité suffisante et surtout d'une véritable reconnaissance des challenges qu'impose l'inflation et un consensus autour de cette dernière en tant que défi majeur qu'il faut relever.

X. Conclusion

La pensée en matière de théorie et de politique monétaires ne cesse de croître. Les changements structurels au niveau de différentes économies exigent à chaque phase des réponses adaptées ; réponses qui font l'objet de fouille profonde et sophistiquée. L'avènement du ciblage d'inflation marque ainsi une phase de développement de l'économie mondiale, à sa tête les économies industrialisées. Elle est venue dans un contexte d'économie de plus en plus mondialisée ou l'adoption des mêmes règles et normes de pilotage macroéconomique marque de facto une convergence conceptuelle, autour d'un ancrage interne de la politique monétaire, qui constitue une sorte de coordination indirecte des politiques monétaires.

Ainsi, le ciblage d'inflation est un nouveau régime de politique monétaire qui reconnaît que l'ultime objectif de la politique monétaire soit la maîtrise de l'inflation à des niveaux bas. Cette reconnaissance implique un engagement explicite en faveur de cet objectif qui se

manifeste à travers un engagement institutionnel clair de la part des pouvoirs publics. A partir de ce moment, la réalisation de cet objectif exige une indépendance de la politique monétaire ; c'est-à-dire l'indépendance de l'institution chargée de la conduire qui est la Banque Centrale.

Les études théoriques relatives à cette stratégie de politique monétaire, menées jusque là, ne cessent de chanter les avantages qu'apporte cette stratégie quant à la maîtrise de l'inflation et le développement ordonné de l'économie. Néanmoins, les études empiriques y afférentes, bien qu'elles aient pu montrer des améliorations notables dans les économies ayant adopté cette stratégie, ne donnent pas de réponses tranchantes en la matière, car les résultats restent mitigés. En effet, si les pays ayant adopté cette stratégie ont enregistré des bonnes performances, les pays ne l'ayant pas adoptée ont, pour leur part, enregistré de pareilles performances, parfois légèrement mieux. Résultats qui ont permis aux adversaires de cette stratégie de nier tout mérite qu'elle aurait pu avoir sur les améliorations réalisées.

En Algérie, l'enjeu est beaucoup plus important. En effet, mettre en place des institutions performantes, Asseoir les bases d'une gestion indirecte de l'économie par le biais d'instruments appropriés et introduire des règles saines de fonctionnement qui mettent en valeur les ressources et les opportunités constituent des défis majeurs à relever. Dans l'état actuel des choses, la politique monétaire « conventionnelle » semble avoir de beaux jours devant elle.

Bibliographie

- Ball, Laurence & Sheridan, Niamh (2003): Does inflation targeting matter? *NBER working paper*, No. 9577.
- Barro, Robert J. & Gordon, David B. (1983): A positive theory of monetary policy in a natural-rate model, *Journal of Political Economy*, vol. 91, No. 4, pp589-610.
- Batini, Nicoletta & Laxton, Douglas (2006): Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets, *Central Bank of Chile working papers*, No. 406.
- Bernanke, Ben S. & Mishkin, Frederic (1997): Inflation targeting: A new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11 (2, spring), pp 97-116.

- Bernanke, Ben S. & Woodford, Michael (1997): Inflation forecasts and monetary policy, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, pp653-685.
- Briault, Clive (1995): The costs of inflation, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 35, No. 1.
- Fischer, Stanley (1994): Modern approaches to central banking, *NBER working paper*, No. 5064.
- Fraga, Arminio & Goldfajn, Ilan & Minella, André (2003): Inflation targeting in emerging market economies, *NBER working paper*, No. 10019.
- Freedman, Charles (1996): What operating procedures should be adopted to maintain price stability?- Practical issues, Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on achieving price stability, August 29-31.
- Friedman, Milton (1961): The lag in effect of monetary policy, *Journal of Political Economy*, vol. 29, No. 5, pp447-466.
- ----- (1968): The role of monetary policy, *The American Economic Review*, vol. 58, No. 1, pp1-17.
- Gali, Jordi & Gertler, Mark (2000): Inflation dynamics: A structural econometric analysis, *NBER working paper*, No. 7551.
- Kole, L. S. & Meade, E. E. (1995): German monetary targeting: a retrospective view, *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 81, No. 10, pp917-937.
- Kydland F. E. & Prescott, E. C. (1977): Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans, *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3 (June), pp 473-491.
- Latreche, T. (2001): Amendement de la loi bancaire: Enjeux et perspectives, *la revue des sciences commerciales de l'INC*, No. 1, pp95-107.
- ----- (2007): Mutation du système bancaire national: Actions pour l'amélioration, *Revue des Réformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale*, No 2, pp.7-29.
- Mankiw, N. Gergory & Reis, Ricardo (2002): What measure of inflation should a central bank target ? *NBER working paper*, No. 9375.
- McCallum, Bennett T. (1999) : Recent development in monetary policy analysis : The roles of theory and evidence, *NBER working paper*, No. 7088.
- Mishkin, Frederic S. (1997): Strategies for controlling inflation, *NBER working paper*, No. 6122.
- ----- (2004): Can inflation targeting work in emerging market countries? *NBER working paper*, No. 10646.
- Mishkin, Frederic S. & Posen, Adam S. (1997): Inflation targeting: Lessons from four countries, *NBER working paper*, No. 6126.
- Mishkin, Frederic S. & Schmidt-Hebbel, Klaus (2006): Monetary policy under inflation targeting: An introduction, *Central Bank of Chile working papers*, No. 396.

Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, ESC, n°6/ 2009

- ----- (2007): Does inflation targeting make a difference? *NBER working paper*, No. 12876.
- Rudebusch, Glenn D. & Svensson, Lars E. O. (1998): Policy rules for inflation targeting, *NBER working paper*, No. 6512.
- Stella, Peter & Lönnberg, Ake (2008): Issues in central bank finance and independence, *IMF working paper*, No. 08/37.
- Stiglitz, Joseph E. (2008): The failure of inflation targeting, Project syndicate, (May).
- ----- (2003): The roaring nineties, W.W. Norton. New York (traduction française par Paul Chemla sous le titre quand le capitalisme perd la tête, Fayard, 2003).
- Svensson, Lars E. O. (1997): Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review*, vol. 41, pp1111-1146.
- Svensson, Lars E. O. (1998): Inflation targeting as a monetary policy rule, *NBER working paper*, No. 6790.
- ----- (2005): Monetary policy with judgment: Forecast targeting, *NBER working paper*, No. 11167.