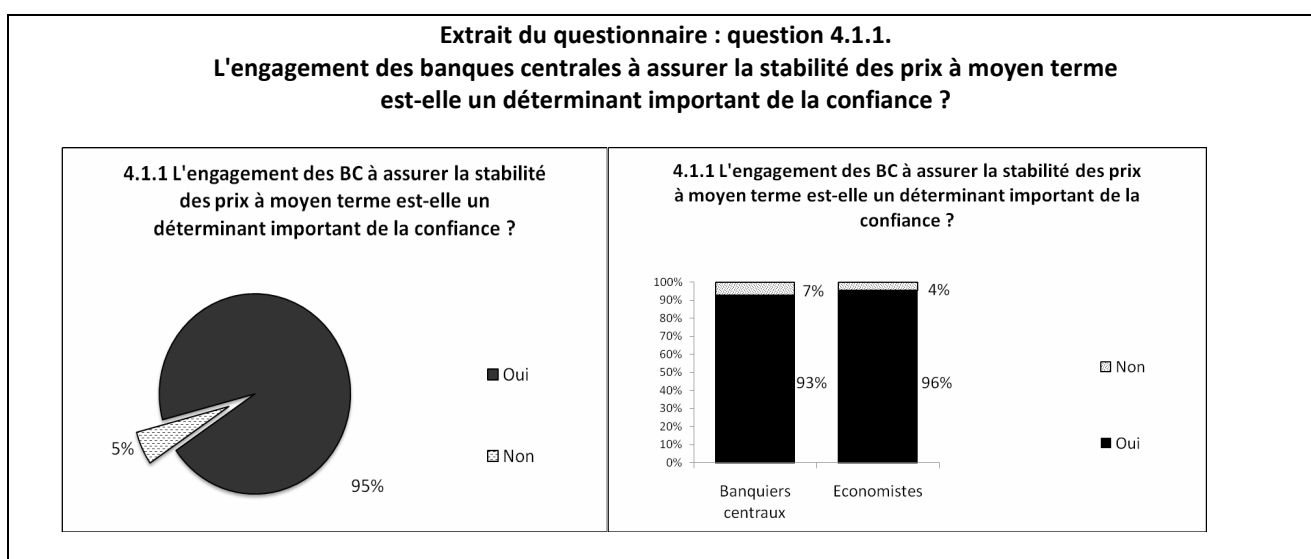


Chapitre 2

Stabilité monétaire

Introduction

À la question, « *l'engagement des banques centrales à assurer la stabilité des prix à moyen terme est-elle un déterminant important de la confiance ?* », presque tous les banquiers centraux (93 %) et tous les universitaires (96 %) répondent oui.



La première section de ce chapitre cherche à montrer que ce point de vue est parfaitement fondé : assurer la stabilité monétaire reste aujourd'hui une mission capitale de la banque centrale. La section 2 souligne qu'il s'agit autant de protéger l'économie contre la déflation que de la mettre à l'abri de l'inflation. La section 3 se demande si un relèvement de l'objectif d'inflation ou l'adoption du « *ciblage* » du niveau général des prix pourraient permettre d'assurer plus efficacement cette mission.

2.1. Politique monétaire et inflation avant la crise

2.1.1. Contribution des banques centrales à la dynamique de l'inflation

La « *grande inflation* » observée de 1965 à 1984 est « *l'événement monétaire par excellence* (« *the climactic monetary event* ») de la fin du XX^e siècle »¹. Trois types d'explication – insistant toutes sur l'importance de la politique monétaire – en sont avancées : 1. Des défauts du cadre institutionnel et de la gouvernance à l'origine d'un problème d'incohérence temporelle « à la Barro – Gordon » ;

¹ Meltzer, 2005

2. Des erreurs de politique monétaire commises par inadvertance ; elle aurait été trop laxiste soit parce que les autorités auraient surestimé la production potentielle², soit parce qu'elles n'auraient pas été suffisamment attentives à l'ancrage des anticipations d'inflation³ ; tous les éléments précédents, combinés à un fort ralentissement des gains de productivité, ont sans aucun doute contribué à l'accélération et à la persistance de l'inflation⁴ ; 3. Des erreurs de politique monétaire commises de manière consciente, plus précisément l'adoption par les autorités d'une approche non monétaire de l'inflation ; C'est ce qui ressort notamment d'une analyse des expériences du Royaume-Uni et des États-Unis⁵.

La dynamique de l'inflation s'est modifiée au début des années 1980 en relation avec le changement profond intervenu à ce moment-là dans la politique monétaire. À partir de l'expérience Volcker, la réaction des banques centrales aux chocs inflationnistes est devenue beaucoup plus agressive. Dans un tel contexte, elles n'ont plus hésité à relever les taux d'intérêt réel pour empêcher le déclenchement d'une spirale inflationniste et l'apparition d'effets de second tour. Cela ressort nettement de la masse importante de travaux sur le sujet. Par exemple, la forte baisse de la persistance de l'inflation observée aux États-Unis au début des années 1980 pourrait s'expliquer par la réponse plus agressive de la Fed aux chocs inflationniste combinée à une moindre importance des chocs technologiques⁶.

Les évolutions du taux d'inflation dans les économies du G3 à partir du début des années 1990 sont représentées sur le Graphique 2.1. On y observe une tendance au ralentissement de la hausse des prix. Ce phénomène a revêtu un caractère atypique, en ce sens que l'inflation a reculé dans un contexte d'expansion généralisée de l'activité et d'augmentation des tensions sur les marchés du travail. Ce mouvement a pris fin en 1999 ; après une légère reprise, l'inflation s'est alors stabilisée – surtout dans la zone euro – autour de 2 %. Trois types d'explication des changements observés au cours de cette période dans la dynamique de l'inflation sont proposés⁷ : 1. Certains facteurs affectant le processus inflationniste ont pu changer de façon permanente, ce qui a rendu caduque le modèle de la courbe de Phillips ; l'arbitrage entre croissance et inflation a été modifié par des changements structurels enregistrés, notamment en relation avec la « *globalisation* »⁸. 2. Le modèle traditionnel de la courbe de Phillips continue de bien expliquer l'évolution de l'inflation à condition de tenir compte des divers chocs d'offre temporaires, et éventuellement réversibles, comme la forte baisse des prix des matières premières au cours des années 1990, suivie de leur remontée au début des années 2000. 3. Une explication intermédiaire considère que le modèle traditionnel reste pertinent à condition de prendre en compte les incidences de la politique monétaire sur les anticipations d'inflation ; c'est celle qui est retenue par la suite.

² Orphanides, 2003

³ Clarida, Gali et Gertler, 1999

⁴ Collard et Dellas, 2007

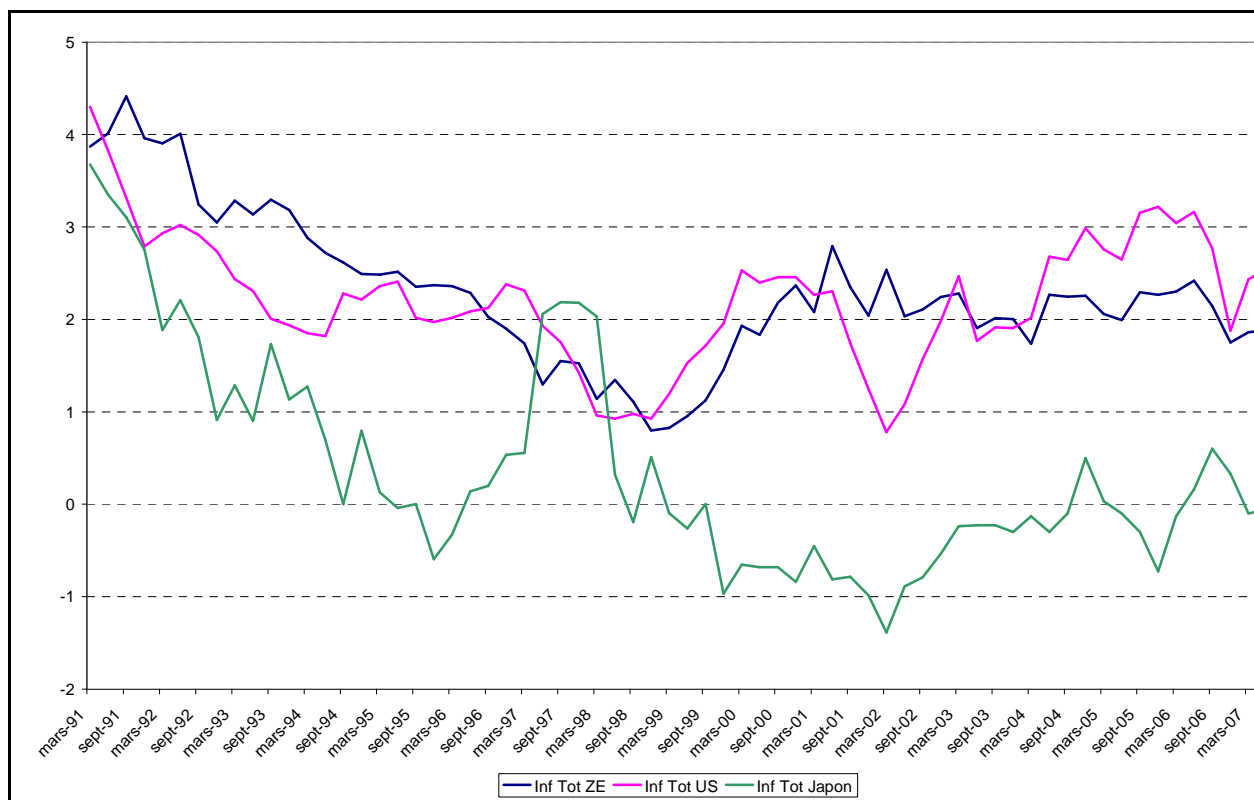
⁵ Nelson, 2005 ; DiCecio et Nelson, 2009

⁶ Carlstrom, Fuerst et Paustian, 2009

⁷ Voir le Rapport annuel de la BRI de 2001, pp. 18-20

⁸ Aglietta, Berrebi et Cohen, 2009

Graphique 2.1 : Évolutions des taux d'inflation dans le G3 (1991 : T1 / 2007 – T3)



Les valeurs filtrées⁹ de la hausse des prix et du taux de croissance de M retardé de 3 ans, sont représentées sur le Graphique 2.2 (a) pour la zone euro ($M \equiv M3$) et 2. 2 (b) pour les Etats-Unis ($M \equiv M2$). Si l'on considère des cycles d'une durée de 10ans, on voit que : 1. Dans la zone euro, il y a une forte corrélation entre les deux séries ; la croissance monétaire est un bon indicateur avancé de l'inflation à un horizon de trois ans (durée habituellement retenue pour que les décisions de politique monétaire exercent leur plein effet sur l'inflation)¹⁰. 2. Aux États-Unis, la corrélation est nettement moins bonne et le décalage entre la croissance monétaire et l'inflation est variable, ce qui indique qu'il faudrait envisager des cycles d'une durée encore plus longue. La politique monétaire apparaît donc bien comme un déterminant fondamental de la dynamique à long terme de l'inflation. Mais l'utilisation de la monnaie dans la conduite de la politique monétaire en temps réel est difficile. À l'horizon retenu en pratique par les banques centrales - nettement inférieur à 10 ans -, l'évolution de la croissance monétaire est très difficile à interpréter. Les difficultés rencontrées par la BCE dans l'utilisation de son pilier monétaire, telle qu'elle était prévue au départ, l'ont bien montré. Ce sont aussi les conclusions auxquelles arrivent des travaux plus poussés sur la question : la théorie quantitative de la monnaie reste vérifiée dans les économies modernes ; mais, dans un régime de basse inflation, la relation entre monnaie et inflation se dégrade à l'horizon habituellement retenu par les banques centrales dans le cadre de la stratégie de ciblage de l'inflation¹¹.

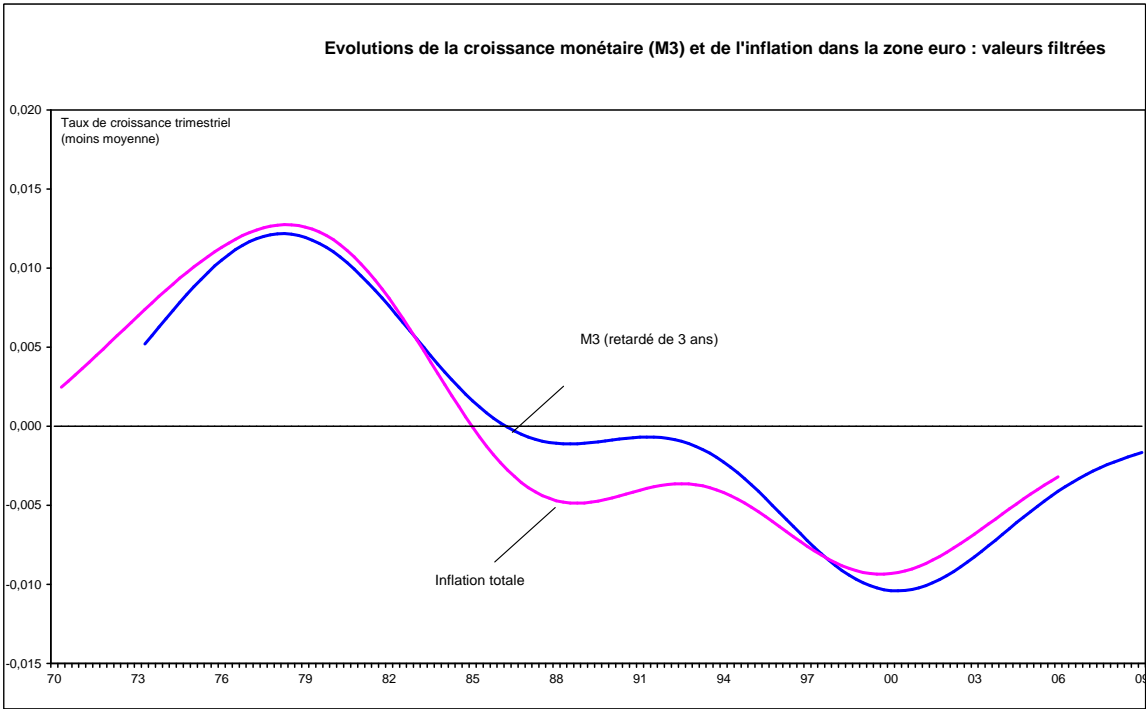
⁹ La technique de filtrage « *passé bande* » de Christiano et Fitzgerald (2003) est utilisée.

¹⁰ Pour une analyse approfondie de cette question, se reporter à l'ouvrage sur l'analyse monétaire publié par la BCE (BCE, 2010)

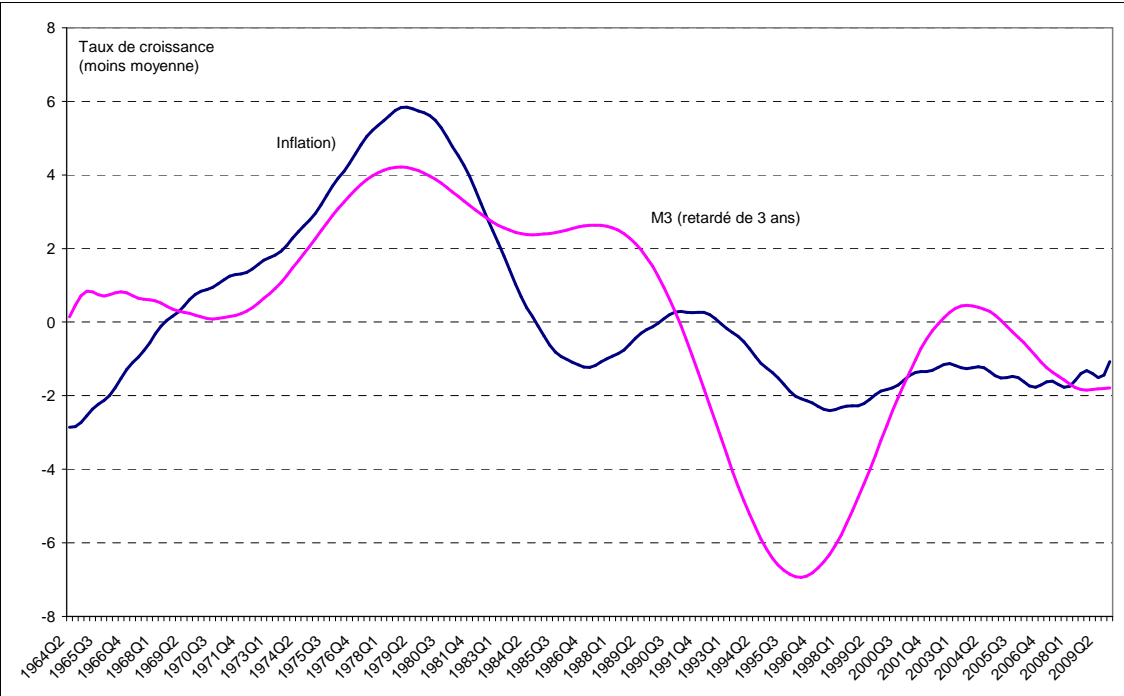
¹¹ Teles et Uhlig, 2010

Graphique 2.2 : Relation entre les valeurs filtrées de la croissance monétaire et de l'inflation

(a) Zone euro



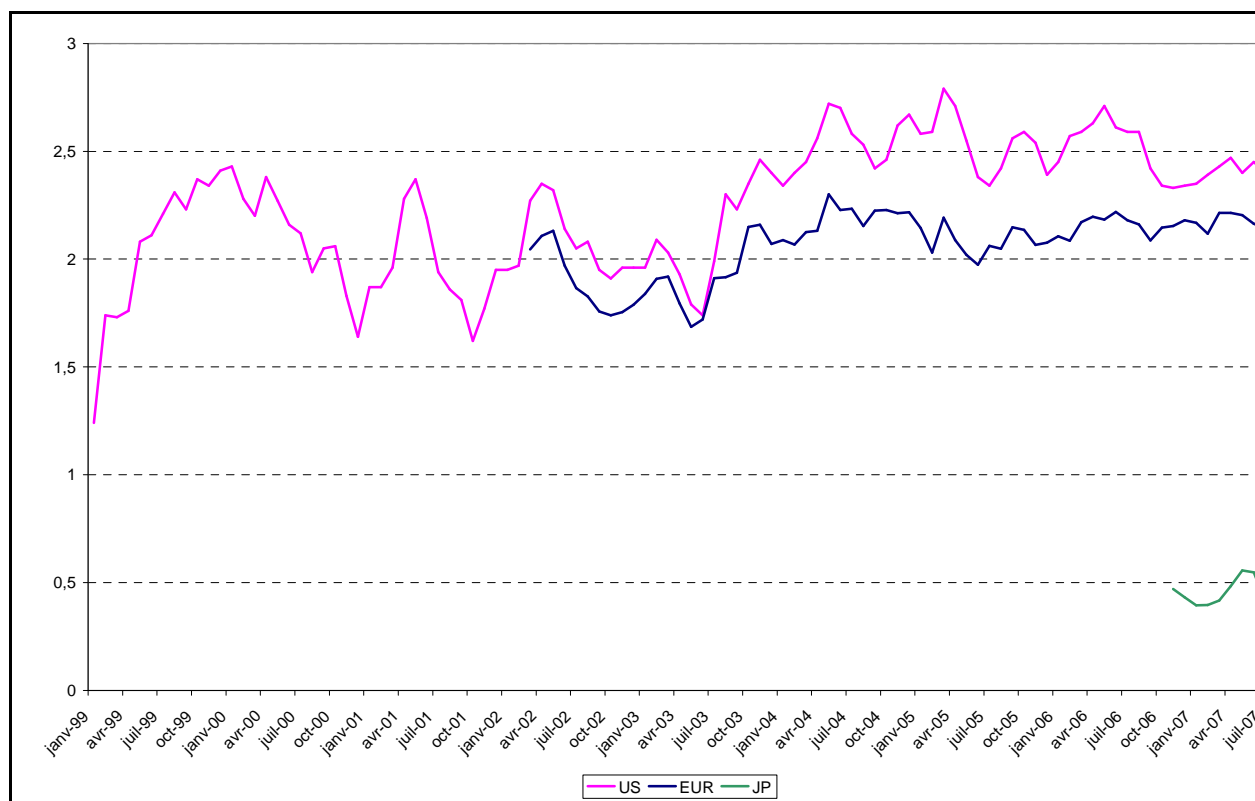
(b) États-Unis



2.1.2. Quelle a été la contribution des banques centrales à l’ancrage des anticipations inflationnistes ?

Au cours des années 1990, les objectifs chiffrés d’inflation des banques centrales ont été fixés au voisinage de 2 % en conformité avec les résultats des travaux théoriques et empiriques alors disponibles sur la question du taux d’inflation optimal. Des premiers, relatifs aux coûts et aux bénéfices de la hausse des prix, il ressortait que l’inflation ne doit être ni trop forte (car elle met alors du « *sable* » dans les rouages économiques), ni trop faible (la hausse des prix est un « *lubrifiant* » qui facilite le fonctionnement des rouages de l’économie). De même, l’objectif chiffré habituellement retenu était conforme aux conclusions des études empiriques disponibles à l’époque¹². La transparence des banques centrales contribue à l’ancrage des anticipations au niveau correspondant à l’objectif chiffré retenu¹³. Les évolutions du point-mort d’inflation (10 ans) à l’intérieur du G3 sont représentées sur le Graphique 2.3. L’ancrage des anticipations a été, semble-t-il, mieux assuré dans la zone euro – où un objectif quantifié de hausse des prix est explicitement affiché – qu’aux États-Unis où ce n’est pas le cas. Dans le premier cas, le point-mort est resté légèrement au-dessus de 2% ; dans le second, il a oscillé autour de cette valeur jusqu’en 2004 et de 2,5 % par la suite. Au Japon, où la banque centrale a commencé à donner des indications sur son objectif chiffré, le point-mort reste très au-dessus du taux d’inflation considéré comme optimal.

Graphique 2.3 : Point-mort d’inflation à l’intérieur du G3 avant la crise



¹² Notamment à celles du FMI sur la relation inflation – croissance : Ghosh et Phillips, 1998 et Khan et Senhadji, 2001 ; en se fondant sur l’estimation de la relation entre croissance et développement financier, Barnes et Duquette (2006) trouvaient un seuil plus élevé (14%) pour les économies en développement.

¹³ van der Crujisen et Demertzis, 2007

2.2. Politique monétaire et menace déflationniste au cours de la crise

2.2.1. Quelle menace déflationniste ?

En théorie, le taux d'inflation optimal – qui correspond à un taux d'intérêt nominal égal à zéro – serait négatif¹⁴. Dans le cas de la zone euro, en prenant le taux de croissance à long terme comme indicateur du taux d'intérêt réel, cela voudrait dire que la BCE devrait chercher à faire baisser le niveau général des prix de 1,5 à 2 % par an ! En pratique, aucune banque centrale ne suit la recommandation précédente. D'autres travaux théoriques montrent les dangers d'une inflation négative résultant d'une rigidité à la baisse des salaires nominaux, du risque de déclenchement d'une spirale déflationniste et de l'existence de la borne zéro pour les taux d'intérêt nominaux. Ils ont malheureusement été illustrés au cours de la crise des années trente.

2.2.2. Indicateur de vulnérabilité (à court/moyen terme) à la déflation

Il existe un indicateur de vulnérabilité (à court/moyen terme) à la déflation mis au point par le FMI¹⁵. Sa construction est conforme à une approche « intermédiaire » de la dynamique de la hausse des prix. Le danger déflationniste est évalué à partir de quatre ensembles de variables - 1. les prix ; 2. les capacités excédentaires ; 3. les prix des actifs ; 4. la monnaie et le crédit – complétées par la prise en compte des caractéristiques structurelles de l'économie et de la marge de manœuvre dont y disposent les autorités de politique économique. La valeur de cet indicateur est comprise entre 0 et 1 ; le risque de déflation est « faible » si elle est inférieure à 0,3, « moyen » si elle est comprise entre 0,3 et 0,5, « élevé » au-dessus. Il couvre environ 80% de la production mondiale. Son évolution, de 1994 à la fin 2010, est représentée sur le Graphique 2. 4 (a) pour l'économie mondiale et pour le G4¹⁶. On note une poussée de la menace déflationniste en 2002 – 2003 ; le G4 entre alors dans une zone de « risque modéré ». Cela peut expliquer le caractère le caractère très expansionniste des politiques monétaires à l'époque auquel on impute parfois le développement de la bulle immobilière (voir le chapitre 4). Aujourd'hui, la menace déflationniste est beaucoup plus forte qu'à ce moment-là : le G4 est dans la zone de « risque élevé »¹⁷.

Cette évaluation globale de la menace déflationniste peut être complétée par une analyse pays par pays. Les résultats du calcul de l'indicateur, sur la période 1994 – 2010, pour chacune des économies du G4 (G3 + Royaume-Uni) sont représentés sur le Graphique 2. 4 (b). Sur toute la période, le Japon est généralement resté en « alerte rouge », avec tout au plus deux légères accalmies de courte durée (en 1997 et en 2006-2007) ; il reste, de loin, le pays où la menace déflationniste est la plus forte aujourd'hui. Jusqu'à la fin 2008, la menace est restée faible dans les trois autres économies. Par la suite, le danger déflationniste est monté rapidement, tout particulièrement aux États-Unis qui ont rejoint le Japon dans la zone de risque élevé¹⁸.

¹⁴ Friedman, 1969.

¹⁵ Kumar et al, 2003

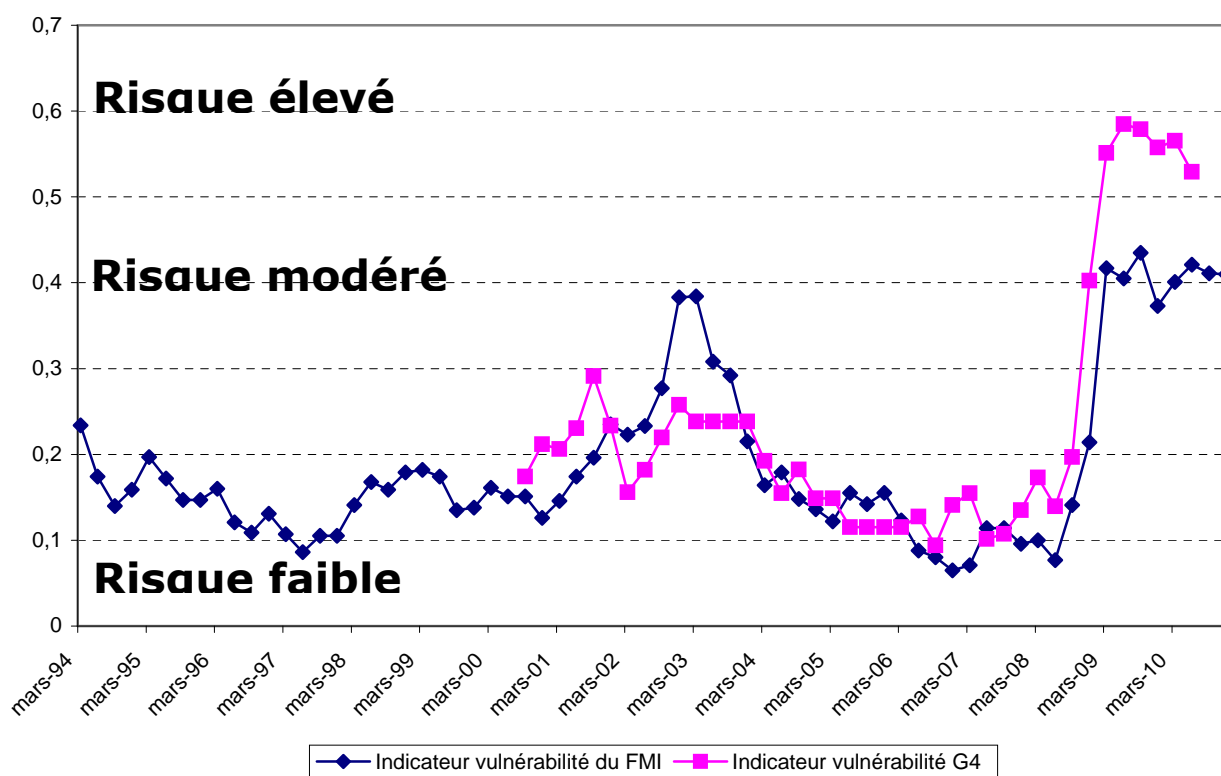
¹⁶ Les séries utilisées ont été communiquées par Shahin Kamalodin (Rabobank) et Zak Kandl (Nomura)

¹⁷ À ce sujet, voir OFCE (2010)

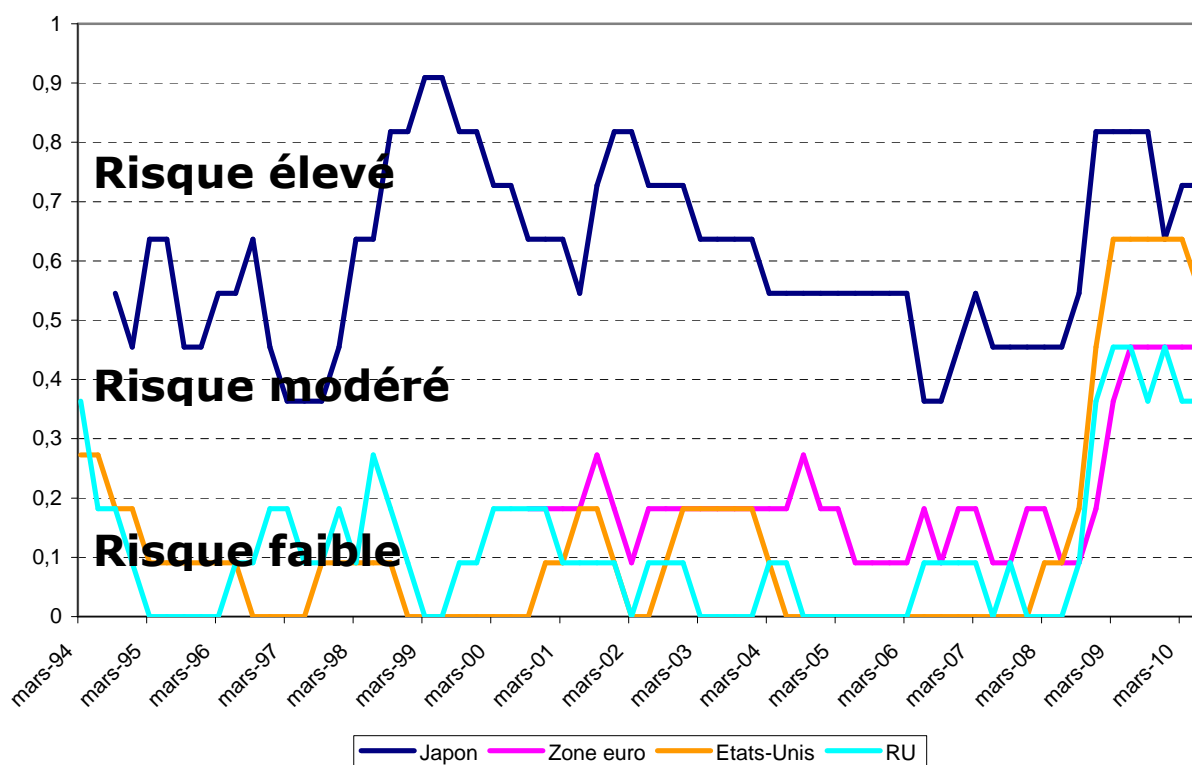
¹⁸ Cela explique sans doute les décisions prises par la Fed à l'automne 2010 (voir le Chapitre 3)

Graphique 2.4 : Évolution de la menace déflationniste au cours de la crise

(a) Ensemble des économies et G4



(b) A l'intérieur du G4

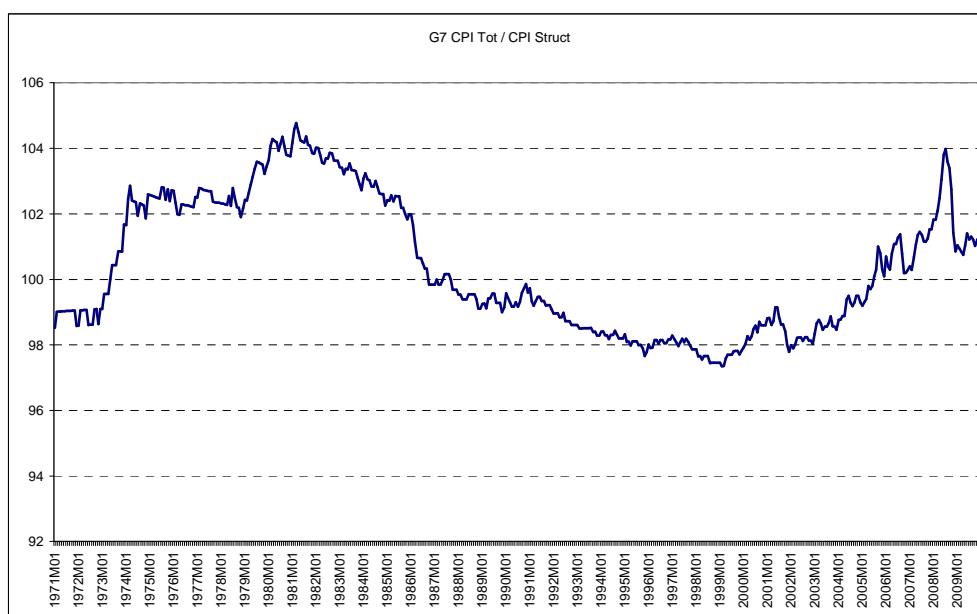


2.3 Questions relatives à la stabilité monétaire après la crise

2.3.1. La menace inflationniste a-t-elle disparu ?

D'après l'explication non monétaire de l'inflation évoquée au début de ce chapitre, sa dynamique s'explique par des facteurs structurels totalement indépendants du cadre de gouvernance et de l'action des banques centrales, principalement par la « globalisation »¹⁹. La pression à la baisse exercée par l'offre de biens produits dans les économies émergentes assurerait à elle seule la stabilité des prix. La faiblesse des taux d'inflation observée partout dans le monde depuis les années 1990 ne serait pas à porter au crédit des banques centrales et celles-ci devraient donc revoir complètement la logique de leur action et la réorienter vers d'autres objectifs (en particulier la stabilité financière). Pour l'ensemble du G7, l'évolution du prix relatif des biens de consommation dits « *non structurels* » (énergie ; alimentation) par rapport aux biens dits « *structurels* » (tous les autres) - mesuré par le rapport *Indice des prix à la consommation couvrant l'ensemble des biens et services / Indice des prix à la consommation excluant les prix de l'énergie et des biens alimentaires* (source : OCDE) - est représentée sur le Graphique 2.5.

Graphique 2. 5 : Évolution du ratio IPC_{TOT} / IPC_{STRUCT} dans les pays du G7 (1971-M1 / 2009-M12)



Après avoir baissé régulièrement de 1981-M1 à 1999-M3, le prix relatif des biens « *non structurels* » est entré dans une phase de hausse régulière. Celle-ci coïncide avec l'intégration de grands pays émergents (la Chine ; l'Inde) dans l'économie mondiale. Ils produisent des biens et services « *structurels* », dont ils augmentent massivement l'offre sur les marchés mondiaux, et demandent des biens « *non structurels* » (matières premières). Il en résulte une hausse importante et continue du prix relatif de la seconde catégorie de biens par rapport à la première. On s'attend à ce qu'il en soit durablement ainsi, le mouvement à la hausse étant seulement interrompu au cours des phases de récession de l'économie mondiale - comme cela a été le cas au cours de la crise.

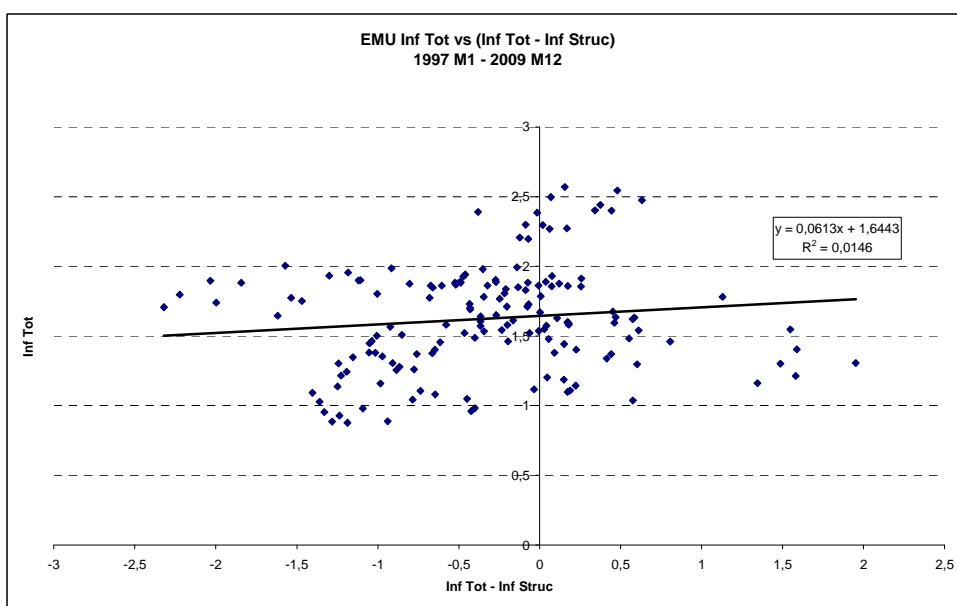
La Fed suit l'inflation structurelle pour déterminer l'évolution de ses taux directeurs, alors que la BCE (mais aussi la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon) s'attache à

¹⁹ Aglietta, Berrebi et Cohen, 2009

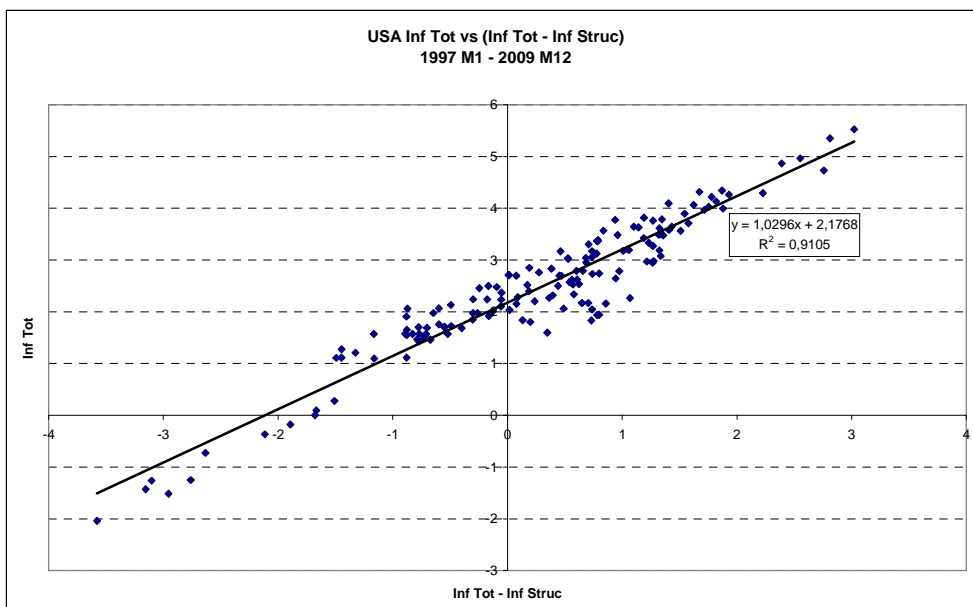
l'inflation totale. La relation entre l'inflation totale et l'écart entre inflation totale et inflation structurelle, sur la période 1997-01 / 2009-12, est représentée sur le Graphique 2. 6 (a) pour la zone euro et sur le Graphique 2. 6 (b) pour les États-Unis. La différence entre les deux économies apparaît clairement : 1. aux États-Unis, la corrélation entre les deux variables est très élevée et les points sont alignés le long d'une droite dont la pente est voisine de 1 ; cela signifie qu'une hausse de 1 point de pourcentage du prix relatif des biens non structurels est associée à une accélération identique de l'inflation totale ; 2. dans la zone euro, le nuage de points est très dispersé et les deux variables ne sont pas corrélées ; la modification du prix relatif des biens non structurels ne peut pas y être associée à des variations de l'inflation totale. Cette observation vient à l'appui du modèle « *intermédiaire* » de l'inflation adopté au début de ce chapitre : son évolution peut être affectée par les changements structurels qui interviennent dans la sphère réelle, mais elle dépend des facteurs monétaires, en particulier de la réaction de la banque centrale à ces chocs.

Graphique 2.6 : Inflation totale et modification du prix relatif des biens « *non structurels* »

(a) Zone euro



(b) Etats-Unis



2.3.2 Existe-t-il une menace déflationniste à moyen / long terme ?

Dans l'ensemble, les économies modernes ne semblent pas être sérieusement menacées par la déflation. C'est ce du moins ce qui ressort d'une étude approfondie sur la question²⁰. Elle porte sur 17 économies (développées et émergentes) où l'on a pu observer, au total, 73 épisodes de déflation. Dans la quasi totalité des cas (65 sur les 73), la croissance n'a jamais été négative. Mais deux conclusions sont plus inquiétantes : 1. la déflation et les anticipations de déflation peuvent se déclencher brutalement ; 2. les coûts économiques de la déflation sont très élevés, si ce n'est dans le cas où elle résulte de chocs d'offre favorables. Une troisième est, heureusement, plus rassurante : en réagissant rapidement et vigoureusement, les banques centrales pourraient stopper la déflation²¹.

Existe-t-il, à long terme, une menace déflationniste dans les économies du G3 (voir le Tableau 2.1) ? Au Japon, la déflation devrait persister car les caractéristiques structurelles qui l'y prédisposent ne devraient pas disparaître de sitôt. Aux États-Unis, le risque déflationniste serait faible : la responsabilité et la transparence de la Fed sont plus fortes que celles de la BoJ ; la population est jeune et le système électoral ne conduit pas à une « surreprésentation » des personnes âgées ; en raison du déficit élevé des paiements courants, les pressions conduisant à des réformes structurelles sont plus fortes. La zone euro se trouverait dans une situation intermédiaire ; la BCE devrait alors prouver d'une vigilance accrue face à la menace déflationniste.

Tableau 1 : Risque déflationniste à moyen / long terme dans les économies du G3

	Etats-Unis	Japon	Zone euro
Banque centrale <ul style="list-style-type: none"> • Indépendance • Responsabilité 	Moyenne Forte	Forte Faible	Forte Moyenne
Facteurs démographiques <ul style="list-style-type: none"> • Rapidité du vieillissement de la population • Degré de concentration géographique de la population âgée 	< Japon ; ZE Pas de différences régionales marquées	Elevée Forte concentration hors des grandes agglomérations	Moyenne Diversité selon les pays
Système électoral (surreprésentation des régions rurales)	Congrès : faible Sénat : forte	Forte	Faible dans l'ensemble
Solde structurel des paiements courants	Largement négatif	Largement positif	Diversité des situations nationales
Interaction des facteurs	Moyenne	Très forte	Moyenne
Conclusion : menace déflationniste	Faible	Elevée	Moyenne

Source : Feldman *et al.* (2010)

2.3.3. Faudrait-il repousser l'horizon du « ciblage » de l'inflation ?

Si l'on s'en tient à l'approche habituelle de la politique de taux d'intérêt, la théorie montre que la réaction optimale à un choc dépend de ses effets sur l'inflation anticipée qui sont fonction de la nature de ce choc. La poursuite d'autres objectifs – la stabilisation de l'activité économique (cf. Chapitre 3) – et la stabilité financière – (cf. Chapitre 4) – est possible sans sacrifier la stabilité des prix en repoussant l'horizon fixé pour atteindre la « cible » d'inflation. C'est ce qui est parfois

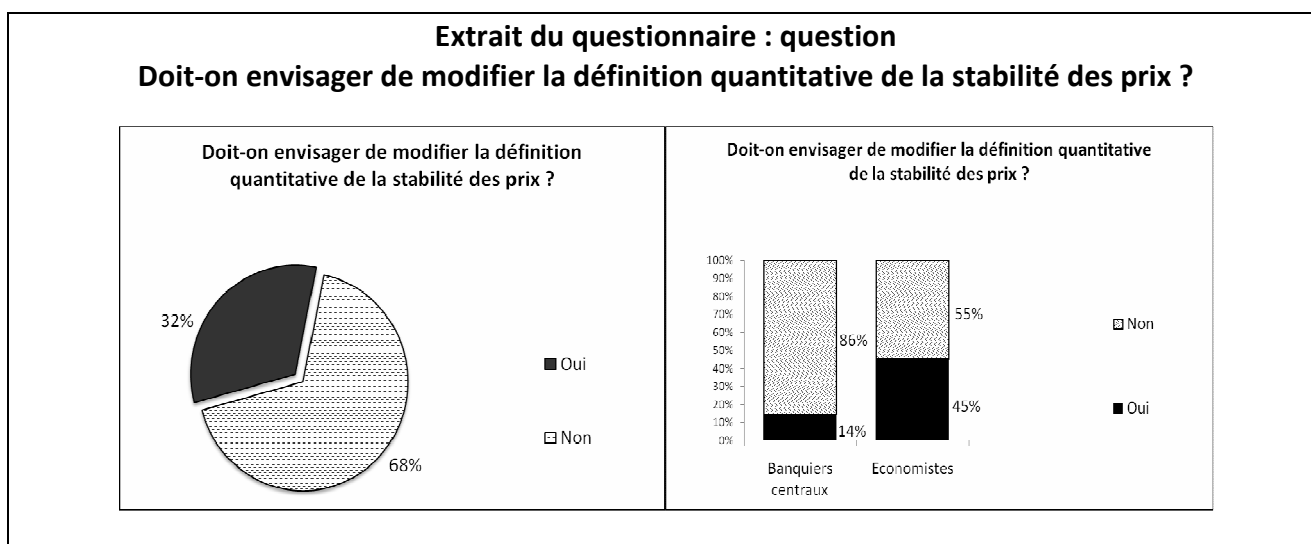
²⁰ Atkeson et Kehoe, 2004

²¹ Kumar *et al.*, 2003

recommandé pour mieux concilier stabilité monétaire et stabilité financière²². L'horizon retenu devrait être repoussé plus ou moins loin selon l'indicateur retenu pour prendre en compte la stabilité financière et selon la nature des chocs. C'est du moins ce qui ressort des simulations faites avec les modèles couramment utilisés par les banques centrales. Par exemple, en procédant ainsi, les économistes de la Banque de Norvège arrivent à deux résultats : 1. en règle générale, il est possible de mieux prendre en compte la stabilité financière en repoussant l'horizon au-delà de celui retenu si l'on se préoccupe uniquement de l'inflation et de l'activité économique ; 2. il y a toutefois des exceptions à cet règle (dans certains cas, un raccourcissement serait souhaitable). Ils reconnaissent que, indépendamment de la solution retenue pour le faire, « *la prise en compte de la stabilité financière lors de la fixation des taux d'intérêt dans un régime de « ciblage » flexible de l'inflation est une tâche très délicate en raison de l'information qu'elle nécessite* »²³.

2.3.4. Faudrait-il relever l'objectif chiffré de hausse des prix ?

Le relèvement de l'objectif chiffré d'inflation à 4 % a été proposé²⁴. Il ressort de l'enquête effectuée que presque tous les banquiers centraux (86%) sont défavorables à cette proposition alors que beaucoup d'universitaires (45 %) l'approuvent.



Du côté européen, la proposition est jugée « *malencontreuse* » par tous les banquiers centraux, aussi bien par les « *faucons* » - « *Rien ne permet de justifier de s'écarter de la stabilité des prix et de dire que « cibler » un taux d'inflation de 4% permettrait d'améliorer la prospérité et la croissance économiques* », « *Pour la zone euro, un relèvement à 4% de l'objectif d'inflation ferait baisser la croissance potentielle d'un demi-point de pourcentage* ». (Jürgen Stark) ; « *Ce serait jouer avec le feu. (Cela) ferait plus de mal que de bien* » (Axel Weber) ; « *(C'est une idée) rétrograde* » (Lorenzo Bini Smaghi) - que par les « *colombes* » - « *(une suggestion) contre-productive et très malheureuse qui pourrait mettre en péril l'ancrage des anticipations* » (Athanasios Orphanides). Du côté des États-Unis, tout en disant comprendre « *l'argument avancé, qui mérite d'être examiné* » (« *It's not without its appeal* ») Ben Bernanke insiste sur le risque que cela ferait courir : « *Si la Réserve fédérale annonce qu'elle va relever l'inflation à 4%, rien ne nous garantit que la hausse des prix ne montera pas ultérieurement à 5, 6 ou 7 % et, dans cette éventualité, qu'il ne nous faudra pas beaucoup de temps pour la faire baisser* ».

²² Bean, 2004

²³ Akram *et al.*, 2007 ; Akram et Oyvind, 2008

²⁴ Blanchard, Dell'Ariccia et Mauro, 2010

La principale conclusion des travaux théoriques et empiriques des années 1990, fixant le taux d'inflation optimal au voisinage de 2%, est-elle remise en question par des publications plus récentes ? Cette question a fait l'objet d'une session dans le cadre d'une conférence sur « l'architecture de la politique monétaire » organisée par la Banque du Canada²⁵ où elle a été examinée avec deux types de modèles : 1. avec un modèle macro-économique de « *taille moyenne* », le taux d'inflation optimal est légèrement négatif et le « *seuil-zéro* » ne constitue pas véritablement une contrainte pour les autorités monétaires ; 2. avec un modèle de type « *nouveau* » keynésien, le taux optimal d'inflation est compris entre zéro et un, selon le calibrage du modèle. Enfin, deux conclusions ressortent d'un article théorique récent : 1. le taux d'inflation optimal se situerait dans un intervalle dont le plancher correspond à la recommandation de Friedman et dont le plafond est au voisinage de zéro ; 2. l'existence de la borne-zéro sur le taux d'intérêt nominal n'empêche pas de fixer la cible d'inflation au voisinage de zéro ou au-dessous²⁶. Au vu de ces travaux, le relèvement de l'objectif chiffré d'inflation ne semble pas justifié. Mais cette conclusion doit être considérée comme provisoire. La question devra être réexaminée en s'attachant, plus précisément, aux problèmes posés par la borne zéro pour la stabilisation de l'activité économique au cours de la crise.

2.3.5. Faudrait-il remplacer le « *ciblage* » de l'inflation par celui du niveau général des prix ?

Les travaux théoriques sur le « *ciblage* » du niveau général des prix (*PT*) se sont multipliés au cours des dernières années. Au départ, deux bénéfices lui étaient attribués : 1. une moindre incertitude quant à l'évolution à long terme du niveau général des prix par comparaison avec un régime de « *ciblage* » de l'inflation ; 2. une plus grande stabilité potentielle de l'activité économique et de la hausse des prix dans une situation de basse inflation ; quand les taux d'intérêt nominaux atteignent la borne zéro, les anticipations d'inflation devraient être revues à la hausse, ce qui devrait faire baisser les taux réels, stimuler la dépense et contribuer à la reprise de l'activité économique. En contrepartie, l'inconvénient suivant lui était attribué : la possibilité d'une plus grande variabilité de la hausse des prix et de la croissance en situation normale. Par la suite, ces conclusions ont été précisées, voire revues. Il ressort des travaux récents sur le sujet (voir notamment Ambler, 2009) que la situation la plus favorable à l'adoption du *PT* est celle où les regards des agents économiques sont tournés vers le futur et où leurs anticipations sont rationnelles. En revanche, elle n'est pas recommandée pour une économie où une dérive du niveau général des prix par rapport à une trajectoire régulière permet les ajustements nécessaires dans la sphère réelle.

La pratique des banques centrales est-elle très éloignée du *PT* ? Sur le Graphique 2.7 (a) est retracée l'évolution du niveau général des prix dans la zone euro à partir de 1999, en comparaison avec le sentier hypothétique de *PT*, à un taux de 2 %, accompagné des limites supérieure et inférieure correspondantes (chacune étant fixée à deux fois l'écart-type des taux d'inflation observés sur la période). Les Graphiques 2.7 (b) et 2.7 (c) donnent des informations similaires pour les États-Unis depuis 1995²⁷ et pour le Japon à partir de 1992²⁸. Dans les deux premiers cas, l'évolution observée du niveau général des prix est restée à l'intérieur de la fourchette définie précédemment ; elle en est seulement sortie en 2008. Cela peut expliquer pourquoi les anticipations inflationnistes sont restées remarquablement stables, y compris au cours de la crise.

²⁵ Banque du Canada, 2007

²⁶ Schmitt-Grohé et Uribe, 2010

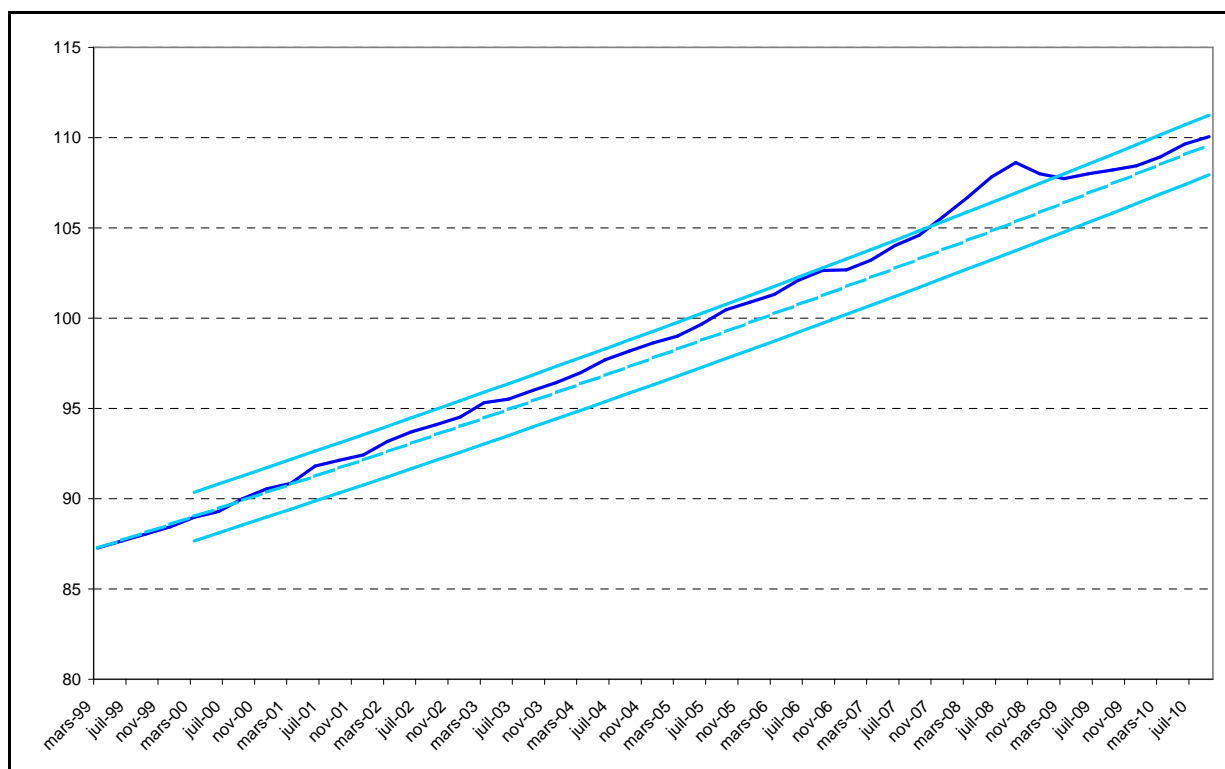
²⁷ C'est la date généralement retenue dans ce type d'exercice pour deux raisons : elle correspond à une rupture dans la dynamique de l'inflation ; elle coïncide avec l'adoption officielle d'un objectif de hausse des prix de 2%

²⁸ Dans ce dernier cas, pour des raisons faciles à comprendre, le taux d'inflation retenu pour le sentier de référence est fixé à 1%

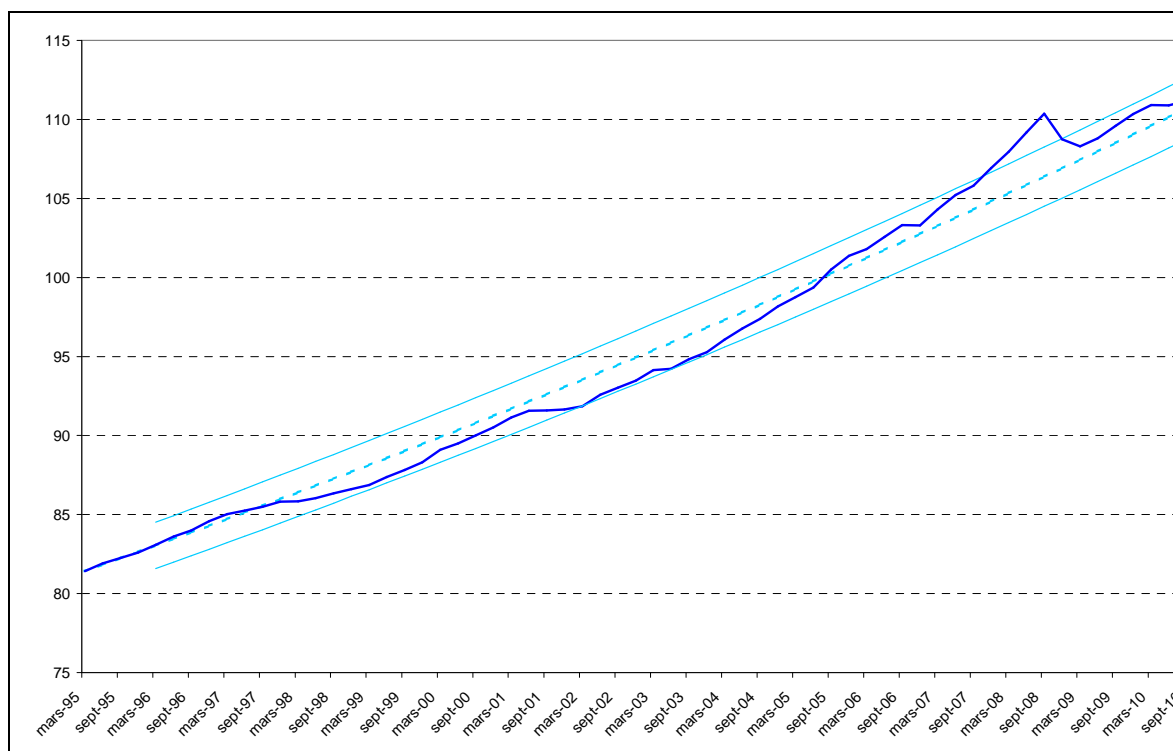
Aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro, les valeurs observée et hypothétique de l'indice du niveau général des prix coïncident en fin de période (2010 : T3). Comme on s'y attendait, le Japon se trouve dans une situation radicalement différente. En septembre 2010, le niveau général des prix était inférieur d'environ 15 % à la valeur atteinte avec un *PT* à 1% qui aurait débuté en 1992 !

Au vu des conclusions principales de la théorie économique et d'un rapide examen des pratiques banques centrales, les observations suivantes peuvent être faites. 1. La situation dans la zone euro ne paraît pas favorable à l'adoption du *PT* : de nombreux travaux économétriques – par exemple, les estimations de la courbe de Phillips de type « *nouveau keynésien* » - indiquent que la formation des anticipations n'y est pas rationnelle, mais « hybride » ; il ne faut pas y introduire d'obstacle supplémentaire aux ajustements de prix relatifs entravés par ailleurs par certaines rigidités ; l'apprentissage de la stratégie à deux piliers de la BCE a pris du temps, l'abandonner impliquerait de repartir à zéro ; l'évolution observée du niveau général des prix n'est pas très éloignée de ce qu'aurait donné un *PT*. 2. La situation aux États-Unis est plus favorable à cette adoption : il n'existe pas à l'heure actuelle de stratégie d'ancrage nominal explicite ; en adopter une améliorerait la transparence de la politique monétaire et renforcerait l'ancrage des anticipations ; le choix du *PT* paraîtrait justifié : les caractéristiques structurelles de l'économie américaine – formation des anticipations et fixation des prix – semblent proches des conditions requises pour espérer retirer pleinement les avantages du *PT* ; *de facto*, cela ne devrait pas changer sensiblement la conduite de la politique monétaire (cf. Graphique 2.7 (b)). 3. La situation du Japon est très particulière : l'évolution observée du niveau général des prix est sortie de la fourchette correspondant à une évolution régulière à compter de l'automne 2000 et elle n'a cessé de s'en écarter depuis ; la Banque du Japon s'est toujours montrée hostile à l'idée même d'un « *ciblage* », y compris pour l'inflation ; l'adoption du *PT* marquerait un changement radical de son attitude, ce qui n'est pas dans les habitudes des banquiers centraux.

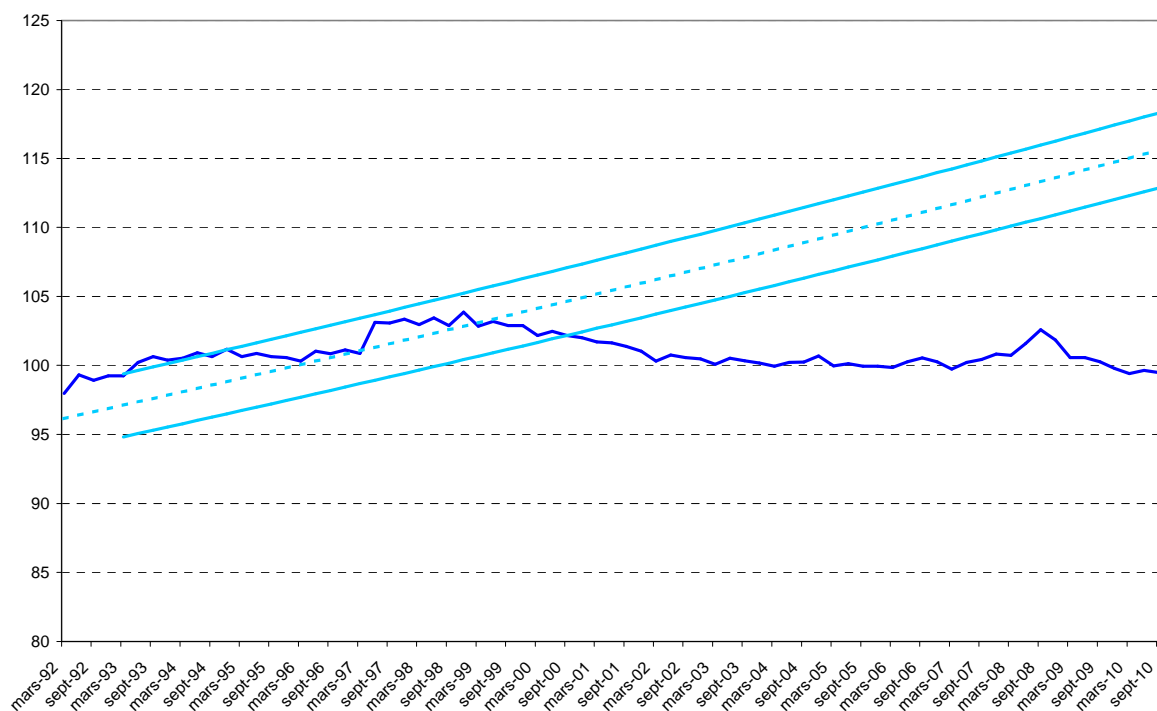
Graphique 2.7(a) : Niveau général des prix dans la zone euro : évolutions observée et correspondant à une hausse annuelle de 2 % (1999 :T1 – 2010 :T3)



Graphique 2.7 (b) : Niveau général des prix aux États-Unis : évolutions observée et correspondant à une hausse annuelle de 2 % (1995 :T1 – 2010 :T3)



Graphique 2.7 (c) : Niveau général des prix au Japon : évolutions observée et correspondant à une hausse annuelle de 2 % (1992 :T1 – 2010 :T3)



Conclusion

Les principales conclusions qui se dégagent de ce chapitre sont les suivantes : 1. Les caractéristiques de la gouvernance de la banque centrale et son action constituent un déterminant essentiel de la dynamique de la hausse des prix même si celle-ci est influencée par d'autres facteurs ; la stabilité monétaire doit continuer à être pour elle un objectif central ; 2. Au cours de la période qui a précédé la crise, les banques centrales ont généralement bien rempli cette tâche ; l'affichage d'un objectif chiffré de hausse des prix a contribué à assurer l'ancrage des anticipations inflationnistes ; 3. Il en a été de même au cours de la crise même si cela a été beaucoup plus difficile ; les banques centrales ont tout fait pour empêcher le déclenchement d'une spirale déflationniste et y sont parvenues ; 4. Il faut s'attendre à ce qu'elles restent confrontées au renchérissement des prix des matières premières et des produits de base induit par la « *globalisation* » ; face à ce défi, pour assurer la stabilité des prix, il est préférable que l'action des autorités soit conduite en fonction de l'inflation totale plutôt qu'en réaction à l'inflation structurelle ; 5. En sens inverse, certaines évolutions structurelles pourraient faire planer une menace déflationniste ce qui nécessitera une vigilance accrue de la part des autorités ; 6. Repousser l'horizon retenu pour atteindre l'objectif chiffré de hausse des prix devrait permettre de mieux prendre en compte la stabilité financière, ce qui ne veut pas dire que ce sera facile à faire ; 7. En se limitant exclusivement à des considérations relatives à l'évolution tendancielle et à la variabilité de la hausse des prix, le relèvement de l'objectif chiffré d'inflation des prix à 4 % dans les économies développées ne semble pas être justifié ; ce sont donc ses incidences sur la stabilisation de l'activité économique (cf. Chapitre 3) et sur la stabilité financière (cf. Chapitre 4) qui permettront de se prononcer sur cette proposition ; 8. La situation de la zone euro est telle que les coûts liés au remplacement de la stratégie actuelle de la BCE par un « *ciblage* » du niveau général des prix seraient beaucoup plus élevés que ses avantages ; 9. La situation aux États-Unis est différente : il n'y existe pas d'ancrage nominal explicite, ce qui est préjudiciable ; l'adoption du *PT* éliminerait cet inconvénient sans que cela se traduise par un changement notable dans la conduite de la politique monétaire ; en assurant un meilleur ancrage des anticipations, le *PT* pourrait même en faciliter la conduite.