



POUR UNE STRATÉGIE DE CIBLE D'INFLATION DANS LA ZONE EURO

JEAN-PAUL POLLIN *

Après avoir longtemps cultivé le goût du secret, les Banques centrales accordent, depuis quelques années, une attention particulière à leur stratégie de communication. Comme si elles s'étaient soudainement convaincues que la transparence de leur politique était une composante essentielle de son exercice. Il y a deux raisons à cela :

- d'une part la transparence est la contrepartie nécessaire de l'indépendance acquise par la quasi-totalité des Banques centrales des pays développés. Dans une démocratie, le fait de déléguer une part de souveraineté à une autorité politiquement irresponsable n'est acceptable que si celle-ci se prête à un contrôle *a posteriori* de son action. C'est-à-dire si elle rend compte sur la base d'une évaluation claire de l'exécution de la mission qui lui a été confiée ;

- d'autre part l'efficacité des décisions monétaires dépend de plus en plus de l'interprétation qu'en font les marchés financiers. Plus généralement elle tient à l'influence qu'elles exercent sur les anticipations des agents économiques. Pour cela les autorités monétaires ont besoin de faire comprendre les objectifs qu'elles poursuivent et le sens de leurs actions.

La Banque centrale européenne adhère sans aucun doute à cette conception puisqu'elle affirme régulièrement qu'elle veut cette transparence et qu'elle tente de la réaliser par des conférences de presse (après chaque réunion du Conseil des gouverneurs), par diverses publications (notamment son Bulletin mensuel), par ses comptes rendus (5 fois par an) présentés au Parlement européen. Pourtant cette volonté affichée n'a pas jusqu'ici convaincu. Car, à tort ou à raison, c'est pour son manque de transparence que la politique monétaire européenne est le plus souvent critiquée. Il est fréquent d'entendre ou de lire que la BCE agit

* Professeur à l'Université d'Orléans.



mieux qu'elle ne communique. Elle est moins contestée pour le contenu de ses décisions que pour la façon dont elle en rend compte. Globalement les conditions monétaires qui ont prévalu depuis janvier 1999, ont été raisonnables ; en tout cas elles n'ont jamais constitué un frein à l'activité économique, et l'inflation est toujours restée sous contrôle.

Par contre la BCE a souvent surpris les marchés. La chronologie de ses décisions (ou de ses non-décisions) est peu compréhensible et les justifications qu'elle en donne sont déconcertantes au regard des critères qu'elle a elle-même fixés. À l'évidence la BCE a du mal à faire comprendre sa politique¹. Sa stratégie de communication a mal servi l'objectif de transparence qu'elle revendique. Mais il est vrai que cette notion peut s'entendre dans des sens différents et, surtout qu'elle peut être mise en œuvre de façon plus ou moins cohérente.

Nous voudrions ici essayer de comprendre les raisons de ce dysfonctionnement et de suggérer une stratégie alternative. Pour cela nous allons revenir sur l'utilité de la transparence ; nous montrerons pourquoi la formulation qu'en a choisie la BCE est discutable ; nous analyserons les avantages que présentent, de ce point de vue, une politique de règle monétaire ; enfin nous étudierons les objections qui peuvent être adressées à une telle politique.

DE L'UTILITÉ D'UNE POLITIQUE MONÉTAIRE TRANSPARENTE

Il peut paraître surprenant de s'interroger sur l'utilité de la transparence en matière monétaire. La théorie économique nous a en effet habitué à considérer que les agents économiques ne peuvent optimiser leurs décisions que s'ils disposent d'une information parfaite sur leur environnement. Ils ont besoin de comprendre aussi bien que possible le comportement du système dans lequel ils évoluent et ils décident. Il ne suffit donc pas qu'ils soient convaincus que la Banque centrale maintiendra, en toutes circonstances, la stabilité des prix qu'elle est censée leur offrir. Il faut aussi qu'ils connaissent plus concrètement la façon dont la Banque centrale apprécie la conjoncture présente, mais aussi la façon dont elle anticipe les évolutions à venir et la manière dont elle entend y répondre.

Toutefois ce raisonnement n'est correct que si toutes les autres conditions nécessaires à la réalisation de l'optimum, sont acquises : notamment l'existence de marchés complets, l'ajustement parfait des prix, la symétrie des situations individuelles... Il se peut donc que si certaines de ces conditions ne sont pas réunies, la constitution et l'utilisation d'une asymétrie d'information par les autorités monétaires puisse conduire à un optimum de second rang. Dans une situation



d'imperfections, la politique monétaire accomplirait plus efficacement sa tâche de régulation dans l'opacité plutôt que dans la transparence. C'est du moins ainsi que l'on peut rationaliser la propension au secret que les Banques centrales ont manifesté dans le passé. C'est sur cette intuition que s'est fondée la thèse dite de « l'ambiguïté constructive » que nous allons discuter, avant d'exposer les arguments en faveur de la transparence.

Les limites de l'ambiguïté constructive

La thèse de l'ambiguïté constructive se comprend plus ou moins bien selon le statut accordé à la Banque centrale. Dans le cas où celle-ci est dépendante du pouvoir politique (et indirectement de l'opinion publique), on peut admettre que le refus de la transparence soit une sorte de protection face à des pressions jugées démagogiques et dangereuses pour l'équilibre économique. Pour s'en défendre on expliquera que le risque d'inflation est grand, que l'impact des taux d'intérêt ne doit pas être exagéré... Et l'on cherchera à se soustraire à toute explication qui pourrait engager les décisions futures.

Mais cette situation nous intéresse ici assez peu, car la grande majorité des Banques centrales des pays développés ont acquis leur indépendance et de surcroît nous nous intéresserons à la zone euro qui possède la Banque centrale la plus indépendante du monde. L'ambiguïté constructive est alors beaucoup plus difficile à défendre.

Un premier argument consiste à dire qu'en maintenant l'incertitude sur leurs décisions les autorités monétaires s'ouvrent la possibilité de surprendre les agents économiques et ainsi d'accroître l'incidence de leurs décisions sur l'activité (ou éventuellement sur les changes). Mais cette proposition qui est une reprise pure et simple de la théorie des anticipations rationnelles ne vaut guère la peine que l'on s'y attarde, car elle est doublement fautive. En premier lieu parce qu'en dépit de nombreuses tentatives, il n'a jamais été vraiment démontré que la partie non anticipée de la politique monétaire avait un effet plus marqué sur l'équilibre économique. En second lieu parce que l'existence de rigidités nominales suffit pour établir l'absence de neutralité de la monnaie, donc de la politique monétaire anticipée ou non. Or, l'existence de ces rigidités est une évidence bien démontrée, et notamment dans divers pays européens.

Dans le même ordre d'idée, un argument hérité cette fois de la littérature sur la crédibilité, suggère que le parti pris de l'opacité pourrait permettre à la Banque centrale de poursuivre une politique laxiste (imposer un taux de croissance supérieur au taux potentiel ou un taux de change inférieur au NAIRU) sans avoir à en payer le prix en terme de biais inflationniste. Le refus de la transparence empêcherait les agents



économiques de comprendre le comportement de la Banque centrale (c'est-à-dire son incitation à placer l'économie au-delà de son équilibre naturel). Celle-ci déformerait le jeu à son avantage, en neutralisant les anticipations, donc la réaction, du secteur privé.

Mais ici encore l'argumentation trouve assez vite ses limites. D'abord parce que l'on peut difficilement supposer que les agents économiques ne feront pas l'apprentissage du comportement de la Banque centrale. Ils finiront bien par observer que les décisions monétaires débouchent sur une dérive inflationniste. Ensuite parce que l'hypothèse d'un comportement délibérément inflationniste des autorités monétaires est pour le moins irréaliste. On peut le comprendre de la part de dirigeants qui y trouveraient un avantage électoral mais rappelons que nous nous sommes placés dans le cas d'une Banque centrale indépendante. Or, toutes les expériences disponibles démontrent que les banquiers centraux ont plutôt tendance à privilégier la rigueur, qu'on les accuse souvent de surestimer le taux de chômage d'équilibre (ou de sous-estimer la croissance potentielle) et que l'idée de mener des politiques exagérément inflationnistes (contraires au mandat qui leur est donné) leur est tout à fait étrangère².

Un dernier argument mérite par contre un peu plus d'attention. Il se fonde sur les réactions souvent irrationnelles des marchés financiers à des informations nouvelles, non anticipées et mal interprétées. Le choix de l'opacité résulterait alors de la volonté de ne pas alimenter la volatilité des marchés. En évitant de trop en dire on éviterait les fluctuations excessives des cours boursiers, des taux d'intérêt, ou des taux de change. Des discours convenus et sans aspérités limiteraient les risques de réponses déraisonnables.

De fait l'existence de volatilités excessives sur les marchés financiers est parfaitement établie. Et chacun a pu observer les conséquences sidérantes qu'a entraînées une annonce imprudente ou une erreur vénielle de communication. Des phrases anodines ont parfois provoqué des petits séismes financiers sans justification. En situation d'incertitude radicale, le développement de mouvements grégaires, de comportements conventionnels (référence à des analyses graphiques, à des déclarations de gourous...) est un phénomène maintenant assez bien documenté.

Mais rien n'indique que le fait de maintenir les agents dans l'incertitude est capable de résoudre ou de minorer le problème posé. On peut au contraire penser que si l'orientation de la politique est bien comprise, si elle est cohérente dans le temps et si elle est balisée par des références fiables, les effets d'annonce ou les erreurs de communication auront des répercussions moins exagérées. En bref, on peut songer qu'une politique correctement anticipée devrait réduire la volatilité des



marchés financiers. De sorte que la thèse de l'ambiguïté constructive nous paraît finalement très peu fondée.

Transparence, efficacité, crédibilité

La censure de l'information ne permet donc pas de converger vers la solution de second rang que nous évoquions. Parce que les agents économiques, sachant que la Banque centrale bénéficie d'un privilège d'information et qu'elle est susceptible de s'en servir pour manipuler leurs plans, réagissent de façon incontrôlable, et incompatible avec un équilibre stable.

Au contraire l'objectif de toute politique de régulation macroéconomique est de coordonner les décisions individuelles en les fixant sur un équilibre reconnu collectivement comme satisfaisant. Le principe de transparence est destiné à servir un tel objectif en explicitant les préférences des autorités monétaires et en précisant la façon dont elles comptent les faire prévaloir. Nous voudrions montrer rapidement comment cette stratégie peut accroître l'efficacité et la crédibilité de la politique monétaire.

Notons tout d'abord que c'est par le jeu des anticipations que les variations des taux directeurs se transmettent à toute la structure des taux d'intérêt. Or, on sait que la demande globale est plus dépendante des taux de long terme (sur obligations ou sur crédits bancaires) ou de la rentabilité requise sur les actions, que des taux de court terme directement maîtrisables par la Banque centrale. On sait aussi que les taux longs sont des fonctions qui peuvent être assez complexes des anticipations de taux courts à venir. Le jeu des autorités monétaires doit donc viser à provoquer des évolutions stabilisantes des taux de long terme, en faisant comprendre et partager sa règle de décision. On peut penser que les acteurs de marché, connaissant la fonction de réaction des autorités monétaires (et confiants en son efficacité) réagiront aux informations acquises par eux-mêmes ou délivrées par la Banque centrale, et porteront les taux de long terme au niveau recherché. Par le fait même la Banque centrale pourra se permettre de conduire de façon plus souple les évolutions de taux. Tandis qu'en situation d'incertitude (d'incompréhension de la politique monétaire) le contenu en information, des évolutions des taux directeurs sera faible. Les taux longs réagiront par conséquent de façon désordonnée et excessivement volatile. De sorte que la Banque centrale devra accepter de forts ajustements de taux pour tenter de stabiliser le système.

Mais la politique monétaire agit aussi directement sur la formation des salaires et des prix (au-delà de l'action qu'elle exerce par les impulsions sur la demande globale) à travers d'autres formes d'anticipations. En effet l'arbitrage entre inflation et chômage dépend pour une part de



la façon dont les agents anticipent l'évolution au niveau des prix. Dès lors l'impact des décisions monétaires sur l'inflation sera d'autant plus fort que les agents savent interpréter correctement les signaux envoyés par l'intermédiaire des ajustements de taux. De même qu'un choc sur l'équilibre économique sera d'autant moins déstabilisant que les agents économiques peuvent prévoir la réaction stabilisante de la Banque centrale. Des travaux récents montrent que si les agents intègrent l'anticipation de cette réaction dans la formation des prix et des salaires, la variabilité de la production doit s'en trouver réduite³.

En fait cette argumentation repose sur deux hypothèses qui s'entrecroisent : celle de la transparence mais aussi celle de la crédibilité. Car il ne suffit pas que les agents économiques soient informés des intentions (de la fonction de réaction) de la Banque centrale, il faut aussi qu'ils y croient. Or la crédibilité est également une affaire de transparence, c'est-à-dire que les deux notions sont difficilement dissociables. Pour qu'une politique inspire confiance il faut au moins que l'on puisse vérifier l'adéquation entre des propositions clairement affichées et des réalisations. Il faut aussi, qu'elle bénéficie d'un soutien de la part des agents économiques qui ne peut s'exprimer que sur des objectifs et une conduite bien définis.

6

C'est dire que l'indépendance ne suffit pas. Et ce n'est pas parce que la BCE est la Banque centrale la plus indépendante du monde (de part son statut et de part l'absence de discours commun des 12 gouvernements qui lui font face) qu'elle est automatiquement crédible. Ce n'est pas parce que son statut a été calqué sur celui de la Bundesbank qu'elle dispose d'une réputation innée. La légitimité des autorités monétaires allemandes s'était forgée dans l'histoire très particulière des années d'après-guerre et elle reposait sur un consensus national. Ce qui démontre que la crédibilité d'une politique monétaire tient bien plus à l'adhésion qu'elle suscite, qu'au statut sous lequel elle s'exerce. On pourrait même dire en jouant un peu avec le paradoxe, que l'indépendance sans partage dont bénéficie aujourd'hui la BCE est un facteur de fragilité, parce que le fait de se soustraire au contrôle démocratique engendre la défiance. Ce n'est donc pas en choisissant l'opacité pour se protéger des pressions réelles ou supposées du pouvoir politique, de l'opinion publique ou des marchés, que la BCE parviendra à asseoir sa politique de stabilité. C'est plutôt en essayant de faire partager ses analyses et sa règle de comportement. Sa légitimité reste encore à construire et elle ne pourra s'édifier que dans la transparence de ses décisions.

Faute de quoi, les économies de la zone supporteront le coût de ce déficit de crédibilité. Et celui-ci ne s'exprimera pas par un biais inflationniste, parce qu'il est peu probable que la BCE acceptera de baisser la garde sur son objectif d'inflation. C'est plutôt que l'incertitude mainte-



nue sur sa ligne de conduite se traduira par une prime de risque sur les taux longs ou par une dépréciation du change. Sans compter que la Banque centrale peut se trouver obligée de réagir à certains chocs de façon plus rigoureuse (par des taux d'intérêt plus élevés) pour compenser le manque de clarté de sa politique.

LA STRATÉGIE CONTESTÉE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Comme il a déjà été dit, la BCE n'a jamais nié les avantages d'une stratégie transparente. Dès le début, elle a compris la nécessité d'une politique active de communication. Rompant sur ce point avec la tradition de la Bundesbank, elle a rapidement pris un ensemble d'initiatives visant à faire comprendre le sens général de son action. Disons au moins qu'elle n'a jamais été avare ni de chiffres, ni de mots.

Malheureusement l'abondance et la fréquence des explications fournies ne sont pas en elles-mêmes une garantie de bonne communication. Chacun sait que l'on peut dissenter à l'infini sur l'état de l'économie sans rien dire de significatif, ni sans rien révéler de sa fonction de réaction. Les commentaires ne servent à rien s'ils ne se fondent pas sur une grille de lecture assez précise et cohérente dans le temps. Ce qui importe c'est de transmettre les indicateurs et les critères que l'on privilégie dans la prise de décision.

C'est sur ce point que la politique de la BCE est contestée. À la fois parce que les références choisies (les fameux « deux piliers » de la stratégie) sont théoriquement contestables, et parce que l'utilisation qui en a été faite semble peu rigoureuse. Il n'est pas évident que les décisions prises au cours de ces trois dernières années se soient réellement fondées sur la stratégie affichée. De sorte que l'on a accusé la BCE de chercher à brouiller les pistes plutôt qu'à organiser la transparence de sa politique.

Les déficiences de la « stratégie à deux piliers »

Officiellement la BCE est censée fonder ses décisions sur deux catégories de critères : l'évolution de la masse monétaire (définie comme l'agrégat M3) et une large gamme d'indicateurs incluant les coûts de production, le taux de change, le niveau d'activité, la structure des taux d'intérêt⁴... C'est le premier pilier qui a fait l'objet des critiques les plus sévères, car il n'existe plus aujourd'hui beaucoup de défenseurs d'une politique d'agrégat. On considère très généralement que les évolutions de la masse monétaire, apportent fort peu d'informations sur les variations à court terme des prix et de l'activité. Le mouvement de dérégulation financière a rendu illusoire toute croyance en une stabilité du



comportement d'encaisse ou de la fonction de demande de monnaie. D'ailleurs deux ans après avoir défini son agrégat de référence, la BCE a déjà été obligée de le corriger pour tenir compte de la détention d'instruments négociables par les non-résidents de la zone.

C'est pour ce type de raison, que dans leur quasi-totalité les Banques centrales des pays développés ont abandonné, les unes après les autres, les cibles d'agrégats monétaires qui avaient été très en vogue de la fin des années 1970 au milieu des années 1980. La Bundesbank est la seule à avoir jusqu'au bout maintenu une stratégie de cible monétaire, après avoir été la première à la mettre en place. Mais un examen attentif de l'expérience allemande montre qu'elle n'est pas si simple à cataloguer. D'abord parce que la détermination de l'objectif de croissance monétaire traduisait implicitement le choix d'un taux d'inflation : la définition de la cible résultait directement de ce choix et d'hypothèses sur la croissance potentielle ainsi que sur l'évolution de la vitesse de circulation de la monnaie. D'autre part, l'analyse *a posteriori* de la fonction de réaction de la Buba montre que dans le maniement de ses taux directeurs elle s'est montrée plus sensible aux mouvements de prix et aux écarts de production qu'à l'évolution des agrégats qui lui servaient de référence⁵. En tout état de cause lorsque les informations contenues dans les variables monétaires sont entrées en contradiction avec les mouvements observés ou prévus de l'inflation et de l'activité, elle a clairement arbitré en faveur de ces derniers. Cela l'a amenée à renoncer à de nombreuses reprises (environ une fois sur deux) à la réalisation de ses objectifs et à s'en expliquer.

On peut donc être surpris de l'importance que la BCE a choisi d'accorder aux agrégats monétaires. D'autant que la constitution d'un nouvel espace monétaire va probablement accentuer l'instabilité des comportements de demande de monnaie. Le renforcement de la concurrence entre les banques, le rapprochement des formes et des pratiques des institutions financières, d'unification des marchés financiers vont entraîner des évolutions dans la rémunération des liquidités, ainsi que l'élargissement des possibilités de placements dans certains pays de la zone. Il devrait en résulter de profondes transformations dans la gestion des encaisses monétaires. À tout prendre, des agrégats de crédit auraient pu constituer une référence plus fiable.

Il se peut que lorsque l'homogénéisation de l'espace monétaire et financier européen sera plus avancée (et l'on ignore le temps que cela prendra) la surveillance des agrégats monétaires retrouve quelque vertu. Mais avant que l'on puisse en tirer des informations utiles pour l'orientation de la politique monétaire il s'écoulera un temps considérable. Il se peut aussi que l'évolution des agrégats monétaires recèle dès à présent, des informations sur les glissements à long terme des prix. Mais alors, il



n'est pas souhaitable de les traiter de façon privilégiée ; il est préférable de les intégrer dans l'ensemble des indicateurs du second pilier.

En réalité le premier pilier n'était destiné qu'à inscrire la politique de la BCE dans la voie tracée par la Bundesbank (pour mieux capter son héritage peut-être ?) avant de construire une stratégie originale fondée sur d'autres critères. Et le second pilier préfigure cette conception en devenir. Mais pour l'instant il est trop peu structuré et il est difficile d'en tirer une information claire. Lorsque l'on affirme que l'on surveille l'évolution des prix et des salaires, la structure des taux, le rythme de l'activité... sans hiérarchiser ni pondérer ces indicateurs, on ne dit rien d'intelligible. En tout cas on ne dit rien qui permette de comprendre, d'anticiper ou même de discuter les décisions de politique monétaire. Toutes ces observations sont évidemment pertinentes, mais encore faut-il savoir comment le Conseil des gouverneurs les ordonne pour prévoir les évolutions à venir, et comment il entend éventuellement les infléchir par le maniement des taux d'intérêt.

Dans l'état actuel des choses, il est toujours possible de trouver un indicateur qui justifie n'importe quelle décision monétaire. À tel point que certains observateurs considèrent que ce dispositif traduit un parti pris d'opacité. Ce serait pour la BCE une façon de refuser la transparence en communiquant pour ne rien dire.

Une application approximative de la « stratégie à deux piliers »

Il est d'ailleurs bien difficile de retrouver dans les décisions prises par la BCE au cours de ces trois dernières années, une application rigoureuse de la stratégie à deux piliers. Notons tout d'abord que le taux de croissance de la masse monétaire (M3 non corrigée) s'est constamment situé au-dessus du seuil de référence de 4,5 % défini par la BCE, ce qui réduit considérablement la crédibilité de l'objectif. Il est vrai que la BCE a toujours affirmé qu'il s'agissait d'une valeur de référence et non d'une cible intermédiaire. Mais le contenu de cette subtile distinction semble avoir échappé à de nombreux observateurs.

De sorte que lorsqu'en avril 1999 les autorités monétaires ont pris leur première décision de baisse des taux directeurs, l'agrégat M3 évoluait nettement au-dessus du seuil de référence (5,2 % durant le premier semestre 1999). Vers la fin de l'année, la croissance de la masse monétaire atteignait près de 6 % lorsque la BCE a commencé à augmenter ses taux. Entre novembre 1999 et octobre 2000 elle les a relevés sept fois, les portant de 2,5 à 4,75 %. Or, durant cette même période la croissance de la masse monétaire a nettement décru, jusqu'à tangenter son seuil de référence (sans que l'on puisse voir là l'effet de la hausse des taux). Enfin la BCE a consenti à baisser ses taux à partir de mai 2001 (et plus nettement à partir de la fin août), alors que la

croissance de M3 a véritablement explosé à compter du 2^{ème} trimestre 2001, jusqu'à atteindre 7,6 % en novembre.

Pour justifier des décisions aussi évidemment contradictoires avec les indications fournies par l'agrégat monétaire, W. Duisenberg a expliqué, en septembre 2001, que l'évolution de M3 était perturbée par la très mauvaise tenue des marchés financiers. Les investisseurs délaissaient des valeurs mobilières pour placer à court terme, dans des actifs financiers compris dans M3. L'argumentation était parfaitement juste, mais alors pourquoi accorder tant d'importance à un indicateur aussi peu fiable ? Pourquoi continuer à jouer cette mauvaise comédie du premier pilier, alors qu'il n'apparaît finalement aucune corrélation entre les ajustements de taux directeurs et l'évolution de l'agrégat monétaire ?

La référence au second pilier apporte en revanche de meilleures justifications aux décisions prises. Mais elle soulève quelques questions sur les objectifs poursuivis par la BCE. La baisse des taux décidée en avril 1999 s'expliquait par la crainte d'une dégradation de la conjoncture dans les trois principales économies de la zone (la France, mais surtout l'Allemagne et l'Italie). L'indice de confiance et les taux d'utilisation des capacités de production fournissaient des informations préoccupantes. Et cette décision a généralement été commentée très favorablement, parce qu'elle semblait annoncer une rupture avec un certain dogmatisme monétariste. Mais on s'est alors posé la question de savoir ce que recouvrait l'attention que manifestaient les autorités monétaires pour les indicateurs d'activité. Est-ce parce qu'elles y décelaient des informations sur l'inflation à venir ou parce qu'elles avaient choisi de poursuivre (à côté de leur objectif de stabilité des prix), un objectif de soutien à l'activité ? La réponse à cette question est évidemment cruciale pour comprendre, anticiper et contrôler la nouvelle politique monétaire.

Les relèvements de taux qui ont suivi s'interprétaient plus facilement, parce que tous les indicateurs allaient globalement dans le même sens. En particulier, l'inflation sous-jacente observée et anticipée, la dépréciation de l'euro... suggéraient un resserrement de la politique monétaire. Et lorsque la BCE a dû faire face à l'impatience des observateurs qui demandaient une baisse des taux dès la fin de l'année 2000, elle a répondu en se focalisant sur un objectif de stabilité des prix. Une analyse statistique rapide révèle une corrélation entre l'évolution des taux directeurs et une combinaison de l'inflation sous-jacente et de l'inflation anticipée⁶.

La BCE a dû cependant assouplir son argumentation pour justifier les baisses intervenues à l'automne 2001. Chacun comprend bien toutes les raisons qui ont pu l'inciter à réviser sa ligne de conduite durant cette période très particulière. Mais à nouveau se pose la question de ses



objectifs dès lors qu'aucun changement très significatif n'était intervenu sur le front de l'inflation.

Il est encore trop tôt pour évaluer le coût de l'incertitude ainsi maintenue. Certains observateurs ont tout de même fait valoir qu'elle avait pu se traduire par une prime de risque plus élevée sur les taux longs européens ; et qu'elle avait peut-être aussi joué un rôle dans la dépréciation de l'euro⁷.

LES RÈGLES MONÉTAIRES : UN INSTRUMENT EFFICACE DE TRANSPARENCE

Ces interrogations sur la nature des objectifs ainsi que sur la pertinence et sur le contenu des indicateurs de politique monétaire montrent que la notion de transparence comporte plusieurs dimensions. En simplifiant sans doute un peu trop, on peut dire que l'incertitude qui entoure les décisions de politique monétaire (et qui doit être réduite autant que faire se peut) se situe à trois niveaux :

- d'une part l'évaluation imparfaite de la situation présente et à venir de l'économie. Car on peut considérer que la Banque centrale dispose sur ce point d'informations privilégiées. Et même si ce n'est pas le cas, c'est sa vision de la situation conjoncturelle qui importe pour l'orientation de la politique monétaire. Il y a donc bien une asymétrie d'informations qui mérite d'être levée ;
- d'autre part la méconnaissance partielle des objectifs poursuivis par la Banque centrale. Même lorsque celle-ci en fait publiquement l'annonce (ce qui est souvent le cas pour les objectifs de long terme), il subsiste le plus souvent une imprécision sur leur définition et leur interprétation à court terme. C'est le cas lorsque par exemple, l'objectif d'inflation est caractérisé par un seuil ou une fourchette. C'est aussi le cas lorsque la Banque centrale a la responsabilité d'arbitrer entre plusieurs objectifs (ce qui est également fréquent) : par exemple la stabilité des prix et le soutien de l'activité économique. Dans le contexte de la zone euro, la BCE doit se préoccuper de la stabilité de la croissance et de l'emploi (article 105 du Traité de Maastricht) dans la mesure où l'objectif de stabilité des prix n'est pas remis en cause. Et l'on a vu que la pondération de ces deux objectifs a donné lieu à discussion dans le passé. Certains considèrent d'ailleurs que cela nécessite une reformulation du mandat de la BCE ;
- enfin l'information incomplète sur le modèle de l'économie auquel se réfèrent les autorités monétaires, et notamment la conception qu'elles se font de l'incidence de la politique monétaire sur les équilibres macroéconomiques. Même si cette conception n'est pas complètement formalisée, l'élaboration des décisions monétaires suppose que l'on sache définir l'intensité et les délais avec lesquels les variations de taux d'intérêt



affectent l'activité, le taux de croissance potentiel de l'économie, l'arbitrage entre chômage et inflation...

En ce qui concerne le premier point, la meilleure façon de réduire l'incertitude consiste à demander à la Banque centrale de publier ses prévisions et éventuellement de s'expliquer sur les conditions de leur construction. La BCE s'est très vite rangée à ce point de vue puisqu'elle publie (depuis décembre 2000) des projections macroéconomiques à un horizon de deux ans. C'est là sans aucun doute un pas important sur la voie de la transparence⁸. Sans doute les fourchettes de ces projections restent très larges, mais on peut penser qu'elles se trouveront affinées avec l'expérience. En revanche, une caractéristique plus discutable de ces statistiques est qu'elles sont réalisées en supposant la politique monétaire inchangée. Les implications de ce choix peuvent être largement discutées⁹. Il reste que si l'objectif des autorités monétaires est de discipliner les anticipations des agents économiques, cette solution est mal venue. D'autant que les indications fournies par cet exercice s'avèreront, par construction, systématiquement fausses. Le problème est que l'autre solution (c'est-à-dire la publication de prévisions intégrant la réponse de la politique monétaire) nécessite d'explicitier la fonction de réaction de la Banque centrale. Ce serait un grand pas supplémentaire, mais qui bouleverserait la stratégie de communication de la BCE.

12

Cette évolution nous paraît cependant très souhaitable. Au demeurant la diffusion de prévisions n'est intéressante que dans la mesure où elle aide à anticiper les décisions de politique monétaire. Or pour cela il faut en savoir plus sur la façon dont la Banque centrale va réagir à la situation économique que décrivent ses projections. Ce qui nous renvoie à la connaissance des objectifs et l'appréciation des effets de la politique monétaire. C'est-à-dire aux deux autres types d'incertitude qui conditionnent le jeu entre la Banque centrale et les agents économiques. Et toute réduction de ces incertitudes améliore les résultats de ce jeu.

C'est précisément le mérite d'une politique de règle monétaire. Car la formulation d'une telle règle effectue la jonction entre les deux termes du problème : elle résulte en effet de la maximisation de la fonction d'objectifs de la Banque centrale, sous contrainte d'un modèle donné de l'économie. De sorte que l'affichage d'une règle monétaire suffit à condenser toute l'information utile sur la procédure de décision monétaire. Elle gomme simultanément les deux types d'incertitude que nous venons d'évoquer.

Ainsi l'affichage d'une règle monétaire est susceptible de résoudre sérieusement la question du contrôle démocratique de la politique menée par la Banque centrale. Répétons en effet que le fait d'observer une vaste gamme d'indicateurs sans pondération, ni plus de précision, permet de démontrer tout ce que l'on veut aussi bien que son contraire.

Si l'on souhaite pouvoir discuter les décisions des autorités monétaires et les contrôler *a posteriori*, il faut disposer de références précises. Une règle monétaire fournit un instrument de jugement (ou de justification) de la politique mise en œuvre. C'est pourquoi, il nous semble qu'elle peut être un instrument essentiel de transparence¹⁰.

Ajoutons que le principe des règles monétaires, dites actives ou contingentes, consiste à dépasser l'opposition traditionnelle entre politiques passives et politiques discrétionnaires. Il revient à concilier crédibilité et flexibilité, c'est-à-dire à contenir les anticipations d'inflation tout en s'ouvrant la possibilité de réguler les déséquilibres de court terme. La spécification d'une règle cohérente suppose la définition d'objectifs (notamment de croissance et d'inflation) compatibles entre eux ce qui supprime le fameux « biais inflationniste », en attestant de la crédibilité de la politique suivie. En ce sens l'affichage d'une règle peut aussi servir à protéger les autorités monétaires, en les mettant à l'abri d'interventions à courte vue des responsables politiques, ou de l'opinion publique.

Mais pour y voir plus clair, il faut en dire un peu plus sur les modalités de construction et sur les diverses formes de ces règles.

La construction des règles monétaires

Fondamentalement le problème revient à déterminer la fonction de réaction de la Banque centrale qui stabilise au mieux les niveaux de l'inflation et de l'activité économique. Plus précisément, il s'agit de définir la fonction :

$$i_t = A(L) x_t$$

qui associe une valeur de l'instrument de politique monétaire (le taux gouverné par les autorités monétaires : i) au vecteur de variables décrivant l'état du système (x). A représentant le vecteur des coefficients de réponse, L l'opérateur de retard.

Formellement cette fonction résulte de la minimisation d'une fonction de perte intertemporelle :

$$P = E_t \left[\sum_{t=1}^{\infty} \delta^t P_t \right] \quad \text{avec} \quad P_t = \frac{1}{2} \left[(\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda (y_t - y^*)^2 \right]$$

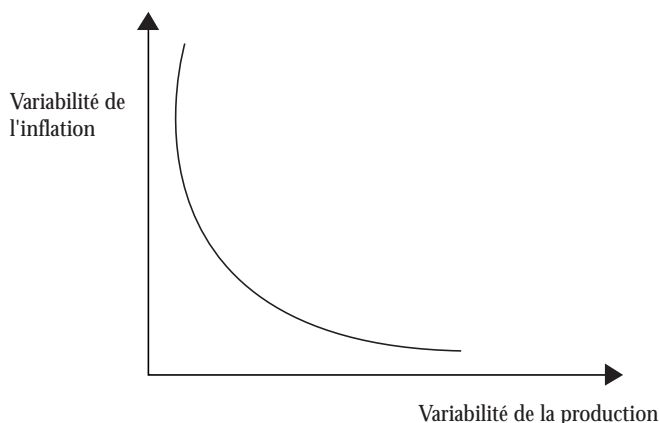
δ représentant le coefficient d'actualisation des pertes par périodes ; π^* la cible d'inflation et π_t le taux effectif de la période t ; y^* le taux de croissance d'équilibre de l'activité (le taux de croissance potentiel) et y_t le taux de croissance effectif ; λ le coefficient d'arbitrage entre les variabilités respectives de l'inflation et de la production.

Ceci sous contrainte d'une modélisation de l'équilibre économique de la forme :

$$x_t = B(L, c) x_t + C(L, c) i_t + \varepsilon_t$$

$B(L, c)$ représente la matrice des coefficients des relations estimées entre les variables endogènes du système ; $C(L, c)$ le vecteur des coefficients d'incidence de la variable de politique monétaire sur l'équilibre économique ; c traduit l'effet des paramètres de la fonction de réponse de la Banque centrale sur les équations du système, ce qui formalise le fait que les conditions d'exercice de la politique monétaire influencent le comportement des agents économique. ε_t est un vecteur de résidus aléatoires définis par une matrice de variance-covariance Ω .

L'idée générale du problème est de rechercher les règles efficientes que l'on peut représenter par la courbe enveloppe reliant la variabilité de l'inflation à celle de la production :



14

Les règles efficientes sont celles qui minimisent la variabilité de la production à variabilité de l'inflation donnée ou réciproquement. Chaque point de la courbe ci-dessus correspond à une valeur de λ . À λ donné, il existe donc une politique monétaire optimale.

Nous n'avons pas l'intention d'entrer ici dans les détails de résolution du problème, d'autant qu'ils sont largement fonction de la modélisation que l'on se donne de l'économie. Dans le cas de modèles de taille réduite et dont la dynamique est simple, des solutions analytiques peuvent être obtenues. En revanche pour des modélisations plus lourdes, comportant des dynamiques complexes ou des relations non linéaires, la résolution nécessite le recours à des procédures de simulations stochastiques. Mais en toute hypothèse la règle monétaire optimale est en général compliquée dépendant d'un large ensemble d'informations sur les valeurs présentes et passées des variables du système. On comprend bien en

particulier que l'existence de délais de transmission des décisions de politique monétaire, oblige à prendre en compte les états de l'économie sur un horizon qui peut être assez long.

Or ce point constitue une réelle difficulté au regard de l'utilisation que l'on veut faire d'une règle monétaire. Car il faut qu'elle soit assez simple pour pouvoir être communiquée et contrôlée. Un arbitrage est donc nécessaire entre efficacité et lisibilité : cela signifie qu'il peut être préférable de renoncer à introduire dans la règle certaines variables, dès lors qu'elles n'induisent pas de réduction trop sensible du niveau de perte. C'est sans doute ce qui explique le surprenant succès rencontré, au cours de ces derniers temps, par la « règle de Taylor ». Car son avantage majeur est d'établir que le comportement des Banques centrales peut s'appuyer sur une équation très simple :

$$i = i_R + \pi_t^e + 0,5 [\pi_t - \pi^*] + 0,5 [y_t - y_t^*]$$

i_R représentant le taux d'intérêt réel d'équilibre et π_t^e le taux d'inflation anticipé, à un horizon qui reste à déterminer¹⁰. Les simulations stochastiques réalisées par J.B. Taylor sur un modèle multinational de taille réduite, tendent à montrer que l'application de cette relation permet de stabiliser de façon satisfaisante l'inflation et l'activité économique. De surcroît, il apparaît que cette règle reproduit finalement assez bien le comportement adopté par nombre de Banques centrales des pays développés. C'est le cas notamment pour la Fed, pour la Banque d'Angleterre, mais aussi pour la Bundesbank, en dépit de ses affichages trompeurs.

La référence à une telle règle est donc utile pour anticiper et surtout pour discuter les décisions de politique monétaire. Elle peut être considérée comme une sorte de « norme », justifiant des interrogations et des explications lorsque les écarts à ce qu'elle indique, s'avèrent trop importants. Mais il est par contre impensable d'enfermer le comportement des Banques centrales dans l'application d'une règle aussi précisément définie, et d'ailleurs personne ne l'a jamais proposé. Ne serait-ce que parce que la détermination de toute règle repose sur une modélisation du système économique qui est forcément discutable et qui peut s'avérer instable. La politique monétaire doit garder la possibilité de s'adapter à des évolutions imprévues de l'environnement ou des comportements. C'est pourquoi même si leur comportement se révèle assez proche de celui décrit, par la règle de Taylor, aucune Banque centrale n'a jamais accepté de s'y référer explicitement.

Une forme plus souple de règle monétaire : les cibles d'inflation

Les Banques centrales ont du reste la possibilité de communiquer sur leur comportement et d'engager leur responsabilité, de façon moins

contraignante, par l'affichage d'un objectif intermédiaire. On peut en effet démontrer que la fixation d'une cible monétaire bien choisie équivaut à la définition d'une règle¹². Et sa construction procède de la même logique et doit suivre les mêmes méthodes que celles utilisées pour la détermination des fonctions de réaction, que l'on vient de décrire. L'objectif est ici de trouver la nature de la cible et son évolution qui permettent de minimiser l'instabilité de la production et de l'inflation. Mais on laisse à l'autorité monétaire le soin d'ajuster librement ses instruments d'action pour assurer la réalisation de l'objectif : elle garde le choix des moyens, quitte à s'en expliquer. De sorte que la définition d'un objectif est une façon de déléguer à la Banque centrale la minimisation de la fonction de perte collective.

La politique consistant à cibler un agrégat monétaire relève de ce type de démarche. Mais nous avons montré qu'un tel objectif comportait de nombreux inconvénients, au point qu'il a été délaissé par la quasi-totalité des Banques centrales des pays développés. L'instabilité de la relation entre la masse monétaire et le PIB, a incité à rechercher des cibles plus proches des objectifs finals de la politique économique. Et c'est ainsi que plusieurs pays (la Nouvelle Zélande, le Canada, le Royaume-Uni, la Suède, l'Autriche, l'Espagne, Israël...) se sont ralliés, depuis le début des années 1990, à une stratégie de cible d'inflation. C'est sans doute la façon la plus directe de résoudre le problème de l'ancrage nominal, puisque le fait de se référer à la seule évolution des prix, suffit à résoudre le conflit d'objectif qui est à la base du problème (réel ou supposé) d'incohérence temporelle.

Toutefois, la fixation d'une cible d'inflation ne signifie pas que l'on néglige nécessairement l'objectif d'activité ou d'emploi. Car on peut démontrer que la formulation de la cible (en particulier l'horizon fixé à la Banque centrale pour réaliser son objectif) peut laisser place à une stabilisation de la production. On comprend intuitivement qu'en autorisant une approche graduelle de l'objectif (ou simplement en fixant un horizon assez lointain pour sa réalisation) revient à prendre en compte la stabilisation de l'activité économique. En écrivant une fonction de la forme :

$$\pi_{t+i}^c = \pi^* + f(\lambda) [\pi_{t-i} - \pi^*]$$

avec π_{t+i}^c représentant la cible d'inflation pour l'horizon $t+i$, π^* l'objectif d'inflation à long terme, π_{t-i} l'inflation observée en $t-i$, on peut engendrer un ensemble de politiques, correspondant à des fonctions de préférences différentes (c'est-à-dire des valeurs différentes du coefficient λ d'arbitrage entre inflation et activité) de la collectivité¹³. Pour $\lambda=0$ (et donc $f(\lambda)=0$), on décrit une cible d'inflation stricte : le taux d'inflation



en $t + i$ doit être égal à la cible. Tandis que pour $\lambda \rightarrow \infty$ (pour $f(\lambda) = 1$), c'est l'objectif de stabilisation de l'activité qui devient le critère dominant : un choc sur le taux d'inflation en $t - 1$ entraîne une révision de la cible pour $t + i$, ce qui revient à avaliser le choc pour sauvegarder le niveau d'activité.

Il est ainsi possible de traduire par une cible d'inflation toute forme de la fonction de perte collective. Une telle stratégie semble donc présenter de grands avantages. Malheureusement l'inflation telle qu'elle est observée aujourd'hui n'est pas contrôlable par la Banque centrale, du fait des délais d'action de la politique monétaire. De même que l'inflation observée demain sera fonction d'un ensemble de chocs aléatoires que l'autorité monétaire ne peut ni corriger, ni prévoir. C'est bien ce qui fait la différence avec une cible d'agrégat : les évolutions monétaires sont en principe faciles et rapides à maîtriser, mais elles n'apportent en revanche que peu d'informations sur les états à venir de l'économie. L'inflation effective est dans une situation inverse : c'est une variable représentative des objectifs finals de politique économique, mais elle n'est pas sous l'influence directe de la Banque centrale. Celle-ci ne peut prétendre agir que sur l'inflation prévue, à l'horizon de quelques trimestres. De sorte qu'en l'occurrence la cible de politique monétaire ne peut être l'inflation observée, mais plutôt une variable construite : l'inflation anticipée à un horizon donné.

L. Svensson a montré dans plusieurs contributions que cette prévision conditionnelle d'inflation avait toutes les propriétés de l'objectif intermédiaire optimal¹⁴. Cela implique, en effet, que la Banque centrale s'engage à agir en fonction de la meilleure estimation possible de l'inflation, à l'horizon retenu. Pour ce faire, elle est censée mobiliser l'ensemble des informations disponibles, qu'il s'agisse des résultats d'enquêtes, d'opinions d'experts, de projections tirées de modèles économétriques. C'est-à-dire que les autorités monétaires n'ont aucune raison de limiter leurs observations à un indicateur (un agrégat monétaire par exemple) qui ne peut à lui seul résumer l'ensemble des informations pertinentes pour la construction de la variable objectif.

Mais il importe avant tout de souligner que cette prévision conditionnelle doit faire l'objet de publication. Un objectif intermédiaire est conçu pour éclairer la Banque centrale mais aussi les agents économiques privés sur l'orientation souhaitable de la politique monétaire. Une stratégie de cible d'inflation ne consiste donc pas seulement à annoncer un objectif en s'efforçant de l'atteindre. Le point essentiel tient dans la publication de l'écart prévu à la cible et dans l'information donnée sur la manière de le réduire. C'est donc un dispositif exigeant que l'on peut résumer en trois étapes :

- la Banque centrale annonce son objectif et affiche ses anticipations d'inflation (sans doute aussi d'activité), ainsi que la façon dont elle les a construites. Ceci ouvre une première discussion sur la valeur du taux d'inflation d'équilibre, sur les indicateurs et les modèles utilisés pour les prévisions, mais aussi et surtout sur l'arbitrage entre la stabilisation des prix et celle de l'activité. Car nous venons de voir que la définition précise de la cible (en particulier l'horizon fixé pour la réalisation de l'objectif) gouverne l'arbitrage retenu. Derrière la fonction de réponse de la Banque centrale, il y a donc place pour des préférences collectives diverses qui prêtent à débat ;
- la Banque centrale justifie ensuite sa réaction, c'est-à-dire ses ajustements de taux, en fonction de ses prévisions, mais aussi en fonction de ses estimations de l'incidence de ses instruments sur l'équilibre économique. Sa réaction à l'écart entre l'inflation prévue et la cible révèle à la fois sa fonction d'objectif et son modèle de l'économie. Ce qui ouvre une seconde discussion¹⁵ ;
- enfin la Banque centrale s'explique sur les écarts observés *a posteriori* entre ses prévisions et les réalisations. Ces différences sont-elles imputables à des erreurs dans la construction des prévisions, ou à l'impact de chocs imprévisibles ? Ou encore ces différences sont-elles le résultat de réactions inadaptées des autorités monétaires ? On comprend que c'est bien sur les réponses à ce genre de questions que doit être jugée la politique monétaire. C'est donc bien sur cette base que doit s'opérer son contrôle.

L'expérience montre d'ailleurs que tous les pays qui ont retenu des stratégies de cibles d'inflation, ont grandement amélioré la transparence de leur politique monétaire. Les Banques centrales y sont tenues de publier un rapport sur l'inflation donnant une description de la situation économique d'ensemble et d'afficher des prévisions d'inflation. Elles sont par ailleurs responsables de leurs actions et de leurs résultats devant le gouvernement (comme c'est le cas en Nouvelle-Zélande où le gouverneur peut être destitué), devant le Parlement (comme en Suède, au Canada ou au Royaume-Uni), et plus généralement devant l'opinion publique, selon des procédures claires. Même s'il est encore un peu tôt pour dresser le bilan complet de ces expériences, on peut convenir que les résultats obtenus au plan de la stabilité des prix, ont été satisfaisants¹⁶. Elles ont surtout aidé à faire comprendre l'intérêt et le contenu de la notion de transparence.

En définitive, une stratégie de cible d'inflation revient à exprimer le comportement de la Banque centrale sous forme une règle simple, facile à interpréter et qui laisse une marge d'appréciation et d'action suffisante pour ne pas être trop contraignante.



DE QUELQUES OBJECTIONS À UNE STRATÉGIE DE RÈGLE MONÉTAIRE

En dépit de ces acquis d'expériences et de fondements analytiques que nous estimons très solides, la stratégie de règle monétaire soulève encore nombre de doutes et de critiques. Et manifestement elle inspire beaucoup de scepticisme aux dirigeants de la BCE. Celle-ci a d'ailleurs publié tout récemment dans son *Bulletin mensuel* un article qui rejette avec une certaine virulence (et une argumentation assez moyenne) le recours aux règles monétaires¹⁷. L'article conclut en affirmant que la formulation d'une telle règle « même à titre de référence s'avèrerait trompeur dans de nombreux cas et ne contribuerait pas à une meilleure compréhension de la politique monétaire ». Il est donc intéressant d'analyser les raisons qui peuvent conduire à une position aussi tranchée.

Mais en fait, la littérature foisonnante sur ce domaine a déjà repéré et en partie traité une bonne part des objections formulées. Il nous semble qu'elles peuvent être classées en trois grandes rubriques : elles tiennent aux conséquences de la perte d'information, que suppose l'application d'une règle simple, à l'incertitude sur les observations et sur le modèle utilisés, enfin à l'articulation entre règles monétaires et politiques budgétaires.

Les conséquences de la réduction de l'ensemble d'information

Nous avons expliqué que, pour être communicable, une règle se devait d'être simple, c'est-à-dire que ses arguments devaient être réduits à l'essentiel. Et cette contrainte oblige à se priver de toute la richesse des informations disponibles. Or, on sait qu'il est souvent difficile de caractériser précisément certaines situations conjoncturelles et que le diagnostic dépend, au bout du compte, de recoupements subtils entre différents indicateurs. Il est donc *a priori* étrange et choquant de prétendre ramener l'alchimie des décisions monétaires à l'observation d'un petit nombre de variables macroéconomiques.

Pourtant deux considérations viennent tempérer cette critique :

- d'une part lorsque l'on définit une règle qui lie le niveau ou les ajustements de taux à des valeurs anticipées (ce qui est certainement le cas pour une stratégie de cible d'inflation), celles-ci cristallisent un ensemble d'informations très diverses. Les prévisions publiées par la Banque centrale sont en principe le fruit d'un travail d'analyse, à la mesure de la complexité du problème à élucider ;
- d'autre part, rappelons que différentes contributions ont établi que le comportement observé de plusieurs Banques centrales pouvait être reproduit par des formes de règles très simples, et notamment par des règles de Taylor. Si donc les autorités monétaires se livrent, dans le secret



de leurs conseils, à des études minutieuses des situations conjoncturelles, disons que la valeur ajoutée de ces efforts est assez marginale. En définitive, les décisions prises sont assez proches de celles qui auraient pu être retenues en se fondant sur des raisonnements plus frustres. Il serait sans doute passionnant de chercher à expliquer ce résultat (parce que la qualité des informations n'est pas toujours à la hauteur de la capacité d'analyse, parce que dans certains cas la décision devient triviale ou impossible...). Mais en tout état de cause, il y a là matière à réflexion et à modestie, pour les autorités monétaires.

Il reste cependant que deux problèmes particuliers ne peuvent pas être aussi facilement balayés :

1. d'abord la distinction entre chocs d'offre et chocs de demande. Du point de vue des réponses de politique monétaire, il s'agit d'une distinction essentielle : la réaction à un choc d'offre ne doit évidemment pas être identique à celle concernant un choc de demande. C'est là une des critiques majeures que l'on peut adresser aux cibles d'inflation puisqu'elles traitent en principe de la même façon l'effet d'un choc d'offre négatif ou d'un choc de demande positif. Et ceci est d'autant plus dommageable que l'objectif d'inflation est fixé strictement. Tandis qu'une règle « à la Taylor » (c'est-à-dire intégrant une réponse à l'*output gap*) engendre une réponse mieux adaptée. Dans le premier cas (choc d'offre négatif), la production évolue à l'inverse des prix, l'application d'une telle règle induit alors une hausse modérée (ou pas de hausse du tout) du taux directeur. Tandis que dans le second cas (choc de demande positif) la production et les prix évoluent dans le même sens, ce qui induira une hausse d'autant plus forte de taux. Dès lors une stratégie de cible d'inflation est moins pertinente dans des situations où les chocs d'offre prédominent.

Ce problème peut être en partie résolu en retenant une définition de l'inflation purgée des mouvements des prix des matières premières ou plus généralement des prix à l'importation. Mais ceux-ci ne représentent en général qu'une part limitée de ce que recouvre la notion de choc d'offre. C'est sans doute pourquoi certaines estimations ont fait ressortir, la difficulté de stabiliser l'activité en ciblant uniquement l'inflation, même de façon flexible, même en allongeant l'horizon de contrôle et même en ne considérant que l'inflation sous-jacente¹⁸. Lorsque les préférences pour la stabilisation de l'activité sont élevées, et lorsque les chocs d'offre sont importants, les règles de Taylor s'avèrent plus performantes, ce qui signifie que la politique monétaire se doit de répondre à la fois aux déséquilibres d'inflation et d'activité anticipés.

Mais pour que cette critique des cibles d'inflation ait une véritable portée, encore faut-il être capable de faire le partage, sans trop d'erreur, entre chocs d'offre et de demande, ce qui n'est même pas évident d'un point de vue analytique¹⁹ ;



2. ensuite la prise en compte des prix d'actifs. Cette question est désormais très présente dans les préoccupations des Banques centrales à la fois parce que ces prix incorporent une information riche sur les anticipations des agents et parce qu'ils semblent jouer un rôle accru dans la stabilité de l'économie réelle. Les effets de richesse traditionnels prennent de l'importance à mesure que la détention d'actifs négociables se diffuse. Mais ils sont aussi à la source des phénomènes d'accélération financière, auxquels on prête une attention grandissante.

C'est pourquoi certains suggèrent que la stabilisation des prix d'actifs (tout particulièrement financiers) devrait être un objectif final et/ou intermédiaire de la politique monétaire. Pour cette raison A. Greenspan a été récemment accusé de n'avoir pas su, en dépit de ses discours sur « l'exubérance irrationnelle » des marchés, dégonfler à temps la bulle spéculative qui a affecté notamment les valeurs technologiques.

Toutefois ce problème des prix d'actifs comporte en réalité plusieurs facettes, qui relèvent d'analyses et de solutions bien différentes. Si l'on considère tout d'abord la structure des taux d'intérêt, la question qui se pose est de savoir si les autorités monétaires peuvent et doivent en extraire des informations utiles pour leurs décisions. De nombreux travaux empiriques ont en effet démontré que ces variables étaient de bons prédicteurs de l'inflation et de l'activité futures. Pourtant cela n'implique pas que la Banque centrale ait intérêt à réagir aux déformations de la structure des taux. D'une part, parce que le contenu prédictif de l'écart taux long - taux court est en partie endogène à la politique monétaire. De sorte qu'une modification de cette politique (l'intégration des *spreads* dans une règle implicite ou explicite) pourrait faire disparaître le contenu en information des *spreads*. D'autre part, la réponse des autorités monétaires aux informations de marché peut engendrer une dynamique instable. Supposons que la Banque centrale augmente son taux directeur lorsqu'elle observe un accroissement du *spread* (qui serait le signe d'anticipations inflationnistes), et que cette élévation des taux courts provoque à son tour une élévation des taux longs. On perçoit que toute la gamme des taux va se trouver prise dans une spirale de hausse²⁰.

La réaction aux fluctuations de cours boursiers relève d'une toute autre logique. En l'occurrence il s'agit de limiter les fluctuations excessives des prix d'actions, susceptibles de déstabiliser la demande globale (l'investissement et/ou la consommation). Cela suppose que les autorités monétaires soient à même de repérer les écarts aux fondamentaux, mais aussi que le maniement des taux d'intérêt soit capable d'infléchir significativement l'évolution des cours boursiers. Il s'agit là de deux hypothèses héroïques. De surcroît le fait d'offrir une garantie contre les fluctuations de prix est de nature à provoquer des phénomènes d'aléas de



moralité. L'assurance ainsi donnée aux investisseurs est susceptible de les inciter à prendre des risques accrus. C'est donc probablement une mauvaise idée de vouloir impliquer la politique monétaire dans la régulation des marchés boursiers. Il est préférable de laisser au contrôle prudentiel, et plus généralement à la réglementation des activités financières, le soin de prévenir les effets les plus délétères des fluctuations boursières.

La réaction aux variations de change se prête à des analyses semblables. D'abord parce que l'explication économétrique des parités est presque aussi difficile que celle des cours boursiers ; l'évaluation des taux de change d'équilibre est un exercice très aléatoire. Ensuite parce qu'il n'est pas non plus démontré que l'ajustement des taux d'intérêt est capable de corriger la trajectoire des parités ; de nombreuses expériences attestent du contraire. Au demeurant, il faudrait savoir ce que l'on attend du contrôle des taux de change. S'agit-il d'éviter les nuisances liées à des fluctuations excessives, des parités ? Ce qui revient à introduire la volatilité des changes dans la fonction de perte et d'en tirer les conséquences sur la règle optimale. Ou bien doit-on admettre que la parité constitue une variable essentielle dans la formation de l'inflation et du niveau d'activité. Ce qui revient à dire qu'elle constitue une information à prendre en compte dans la fonction d'ajustement du taux d'intérêt. Mais dans l'un et l'autre cas il n'est pas prouvé que cette complexification du problème disqualifie une stratégie de règle. En particulier l'une et l'autre hypothèses ne sont pas de nature à remettre en cause une stratégie de cible d'inflation. Il n'est pas évident qu'en privilégiant une politique discrétionnaire, laissant une plus grande place à l'analyse des marchés financiers, on parvienne à des décisions monétaires plus pertinentes.

L'incertitude sur les observations et sur les canaux de transmission

Une autre critique souvent exploitée (et notamment par l'article de la BCE auquel nous avons fait référence) contre l'utilisation de règles monétaires, consiste à invoquer l'incertitude qui affecte l'observation de la conjoncture et la représentation que l'on se donne de l'effet des décisions monétaires. Ce n'est plus seulement que l'on estime la réalité trop complexe pour la réduire à quelques indicateurs ; c'est plutôt que les mesures utilisées comportent une marge d'erreur et que l'impact des ajustements de taux est en partie inconnu. Dans ces conditions, l'application d'une règle aurait un caractère trop systématique au regard du contexte d'information imparfaite dans lequel s'exerce la politique monétaire. Une sorte de principe de précaution inciterait à un certain pragmatisme soucieux de souplesse au lieu de comportement pré-programmé.



Cette objection nous paraît-elle aussi mal fondée. Il est bien vrai que la décision en incertitude est une sérieuse difficulté pour la formulation de toute politique économique. Cela complique évidemment le problème à résoudre. Mais le fait d'exprimer la solution sous forme d'une règle n'ajoute ni ne retranche rien à la difficulté. On ne voit pas pourquoi il serait préférable de traiter la question et d'en exprimer le résultat de façon obscure. Il nous semble au contraire que l'incertitude sera d'autant moins dommageable que l'on aura réussi à en comprendre les implications de façon précise, et que l'on n'ajoutera pas l'arbitraire à l'imperfection de l'information.

Au demeurant, il existe un ensemble de réponses techniques aux problèmes soulevés par les différents types d'incertitude²¹ :

1. une première difficulté vient de l'imperfection avec laquelle sont mesurées certaines variables cruciales pour la décision. Le niveau d'activité par exemple n'est connu avec exactitude qu'au bout de plusieurs trimestres et après des révisions statistiques parfois sévères. De même que le niveau potentiel de production, l'*output gap* ou le taux d'intérêt réel d'équilibre (qui sont des variables construites) peuvent donner lieu à des évaluations fort divergentes. Dès lors la fixation des taux d'intérêt intervient avec une marge d'erreur assez considérable que différents travaux ont tenté de chiffrer²². Mais on comprend bien que ce risque d'erreur n'est pas imputable à l'utilisation d'une règle. Durant toute la fin des années 1990, A. Greenspan a souvent hésité, et s'est interrogé à haute voix, sur l'incidence des nouvelles technologies sur le taux de croissance potentiel de l'économie américaine. Et ce n'est pas parce qu'il a répondu à ces interrogations dans le contexte de sa politique discrétionnaire qu'il a commis plus ou moins d'erreur.

Dans ce cas, la réponse suggérée, de façon très générale, consiste à raisonner sur les équivalents certains, c'est-à-dire sur la meilleure estimation possible des variables mesurées ou construites imparfaitement. Si l'estimation est efficiente, la politique monétaire suivie sera en moyenne correcte. C'est le mieux que l'on puisse faire, avec ou sans règle ;

2. une seconde difficulté est liée à l'existence de différentes modélisations possibles de l'économie. Car la définition d'une règle optimale dépend, comme on l'a vu, de la formalisation du système économique que l'on retient. Et il est bien difficile de choisir dans la diversité des modèles en concurrence. En conséquence il peut être dangereux de prendre des décisions en se fondant sur une fonction de réaction dépendante d'une construction particulière, et à ce titre contestable.

Ici encore l'objection ne concerne pas réellement une politique de règle. Quel que soit le mode de communication et les indicateurs utilisés, l'élaboration d'une décision monétaire suppose toujours une certaine représentation discutable du fonctionnement de l'économie.



Dans ce cas la réponse la plus raisonnable consiste à retenir la solution qui donne les résultats les plus satisfaisants (ou les moins défavorables) lorsqu'elle est appliquée à des modélisations différentes. On retiendra donc la règle qui se révèle la plus robuste à ce genre de test. Et différents travaux ont montré que c'étaient les règles les plus simples qui donnaient les meilleurs résultats. J.B. Taylor en a d'ailleurs fait un argument en faveur de ses propositions : il a montré dans plusieurs contributions que sa règle se comportait assez bien lorsqu'elle était introduite dans des modèles de taille et de structure diverses, alors que des règles plus sophistiquées, optimales pour un modèle particulier, résistaient mal, lorsqu'elles étaient appliquées à d'autres représentations de l'économie²³. Ce qui constitue une conclusion rassurante et qui plaide à nouveau en faveur de la simplicité ;

3. enfin, que l'on se réfère à un ou plusieurs modèles, l'impact incertain de l'instrument monétaire sur les variables objectifs, soulève une troisième difficulté. Comment se comporter lorsque le coefficient d'impact est imprécis et/ou variable dans le temps ? Intuitivement on comprend bien que si l'incidence des impulsions de politique monétaire est mal connue ou susceptible de fluctuer, une utilisation trop agressive de l'instrument peut accroître l'instabilité du système. Ce résultat a été établi dans une contribution maintenant ancienne de W. Brainard qui avait montré que ce type d'incertitude devait inciter à la prudence, c'est-à-dire à des actions modérées de politique économique²⁴.

De notre point de vue, cela doit se traduire par des coefficients de réaction plus faibles aux déséquilibres de prix et d'activité. C'est sans doute ce qui explique la relative inertie, que l'on observe, des politiques monétaires : les ajustements des taux directeurs semblent systématiquement plus faibles que ceux qui résulteraient de l'application de règles monétaires optimales. Tout se passe donc comme si l'incertitude bridait la réponse des Banques centrales aux évolutions macroéconomiques ; ou plutôt comme si elle provoquait un lissage des taux directeurs dans le temps. Mais il ne faut pas y voir la marque d'un comportement inefficace ou la crainte d'erreurs de pilotage. C'est au contraire la caractéristique d'une conduite rationnelle en situation d'information imparfaite.

De plus, il est intéressant d'observer que les conséquences de ce type d'incertitude rejoignent celles de l'hétérogénéité des régions de la zone. On sait en effet qu'au-delà de l'effet des chocs asymétriques (dont la théorie traditionnelle des zones monétaires optimales a exagéré l'importance) les diverses économies de la zone euro réagissent différemment à des aléas qui les touchent collectivement, et notamment aux chocs monétaires. Ceci provient de la diversité de leurs systèmes de production et de financement, de leurs modes spécifiques de négociations salariales,



de leurs structures de marché... Et il en résulte que la politique monétaire unique a une incidence hétérogène sur les différents pays, ce qui constitue une sérieuse contrainte.

La BCE affirme ne se préoccuper que de la situation moyenne de la zone. Mais ce parti pris est discutable sur le fond et il est de surcroît peu crédible, étant donné la structuration du pouvoir monétaire européen. Le raisonnement en moyenne n'est pas souhaitable parce que si l'objectif de la Banque centrale consiste à maximiser la somme des bien-être nationaux, ce qui paraît raisonnable, on montre aisément qu'elle doit s'intéresser à la dispersion des situations conjoncturelles : il est insuffisant de ne considérer que la somme pondérée des agrégats ou des indicateurs nationaux. Au demeurant, la composition du Conseil des gouverneurs est telle qu'il est peu plausible qu'il se détermine seulement par rapport à la position moyenne de la zone. Rappelons en effet qu'il comprend parmi ses dix-huit membres, les douze gouverneurs des Banques centrales nationales. Or ces derniers, au-delà de l'intérêt commun (en admettant qu'il se mesure en terme d'évolutions moyennes), gardent certainement à l'esprit la situation de leur économie nationale lorsqu'ils participent aux décisions.

La prise en considération des disparités de conjoncture améliore en général la position de chacune des économies de la zone. Parce qu'elle garantit que la politique monétaire ne sera pas trop contradictoire avec l'intérêt des différents pays lorsque l'un d'entre eux vient à s'écarter de l'évolution moyenne. Ainsi la Banque centrale évitera d'aggraver la situation d'une des régions de l'Union affectée par un choc asymétrique ou par un choc collectif qui la touche plus particulièrement. Mais il y a évidemment une contrepartie à cette amélioration des positions individuelles : par le fait même la politique monétaire sera moins réactive aux déséquilibres agrégés (aux évolutions moyennes). On comprend bien que si la Banque centrale prend en compte les situations individuelles autour de la moyenne, sa réponse aux dérapages macroéconomiques sera plus faible. Contrainte de naviguer en fonction d'informations discordantes ou même contradictoires, ses décisions seront moins fréquentes et de plus faible ampleur. On obtient en définitive un résultat semblable à celui du comportement en situation d'incertitude sur l'incidence des impulsions monétaires²⁵.

L'articulation entre politique monétaire et politiques budgétaires

Ce constat nous conduit assez naturellement à considérer l'articulation entre règle monétaire et politique budgétaire. Car les caractéristiques d'une règle (la valeur de ses coefficients de réaction) dépendent notamment de la structure des chocs que la politique monétaire est censée stabiliser. Mais la politique budgétaire a des objectifs de



stabilisation semblables. La réactivité optimale de la Banque centrale est donc fonction de celle des autorités budgétaires.

La question se complique dans le cas d'une zone hétérogène puisqu'il s'agit alors de savoir dans quelle mesure les politiques budgétaires sont capables de prendre en charge les évolutions asymétriques des économies partenaires. La politique monétaire pourra se permettre d'être d'autant plus réactive aux déséquilibres agrégés (mesurés en moyenne) que la diversité des situations nationales est gérée par ailleurs.

Mais dans tous les cas l'efficacité du *policy mix* suppose un partage clair des responsabilités entre les autorités monétaires et budgétaires. Cela n'implique pas nécessairement une coordination explicite. Il se peut qu'une bonne solution consiste à laisser les autorités budgétaires réagir, en pleine connaissance du comportement de la Banque centrale. La solution inverse peut aussi se concevoir c'est-à-dire que la politique monétaire s'adapte à des décisions budgétaires préprogrammées (donc à une règle budgétaire).

Ce qui pose problème ce n'est pas l'absence de coordination en bonne et due forme. C'est plutôt que la méconnaissance réciproque du comportement des autorités monétaires et budgétaires conduise à une incohérence du *policy mix*. Au sein d'un pays donné, ou d'un État fédéral, la question peut se résoudre par des discussions plus ou moins formelles entre la Banque centrale et l'autorité budgétaire. Mais dans le cas de la zone euro pour laquelle il n'existe pas de lieu de concertation convenable (en dépit de l'Euro groupe) entre la politique monétaire unique et les douze politiques budgétaires, une telle solution est exclue. Ce qui rend la définition d'une règle monétaire d'autant plus indispensable. Parce que la BCE est indépendante (c'est-à-dire qu'elle refuse de se déterminer en fonction des décisions budgétaires), il lui faut absolument expliciter sa règle de conduite pour que les politiques budgétaires puissent réagir en conséquence. Dans la zone euro, le jeu de politique économique est structuré de telle sorte qu'il ne peut être viable sans la formulation d'une règle monétaire claire.

De ce survol des débats foisonnants autour des règles monétaires se dégagent deux conclusions essentielles :

- le principal avantage d'une stratégie de règle monétaire tient au fait qu'elle assure la transparence du comportement de la Banque centrale. La question de la crédibilité des autorités monétaires (la fable du biais inflationniste), dont on a beaucoup exagéré l'importance durant les années 1980, ne se pose plus aujourd'hui. Ou du moins, elle ne se pose plus dans les mêmes termes. Ce qui importe, ce n'est pas de contraindre l'action des Banques centrales, mais de faire en sorte que leur réaction,



connue de tous, discipline les marchés et contribue à une bonne coordination macroéconomique. L'affichage d'une règle monétaire permet de comprendre le sens des décisions prises et d'anticiper les décisions à venir. En fixant un comportement de référence elle permet l'expression d'un contrôle démocratique et suscite l'adhésion de la collectivité à la politique monétaire ;

- une règle monétaire peut et doit être formulée sous une forme simple. Cela facilite la communication, mais c'est aussi un facteur de robustesse face à la multiplicité des modélisations possibles de l'économie. De surcroît il ne semble pas que le fait de limiter la réponse des autorités monétaires à l'observation d'un petit nombre de variables, affecte sérieusement la qualité des choix effectués, puisque les règles simples semblent assez bien reproduire le comportement effectif de diverses Banques centrales. Ce qui signifie que l'utilisation d'une information plus riche ne modifie que marginalement les décisions prises. Bien entendu, cette remarque ne s'applique pas aux situations exceptionnelles (crise financière, dépression conjoncturelle grave...) ; dans de telles circonstances, chacun comprend bien qu'il faut savoir transgresser la règle et qu'il est facile de s'en expliquer.

Au total une stratégie de cible d'inflation rend la politique monétaire plus légitime et plus efficace, au prix d'une formalisation assez peu réductrice du processus de décision. Pour autant nous n'avons pas la naïveté de penser qu'il s'agit d'un instrument désormais incontournable de communication monétaire. L'expérience passée de la Bundesbank et celle du Federal Reserve aujourd'hui démontrent clairement le contraire. En dépit de son affichage trompeur et en l'absence de règle explicite, la politique monétaire allemande était parvenue à se doter d'une crédibilité exemplaire. De même que la politique d'Alan Greenspan est généralement considérée comme une grande réussite et elle semble bien comprise par les marchés, malgré son caractère discrétionnaire et sa communication volontairement obscure.

La BCE se trouve cependant dans une situation toute différente. Parce que les objectifs qu'elle poursuit ne sont pas aussi clairs qu'elle l'affirme. Parce que l'hétérogénéité de la zone euro et la structuration du pouvoir de décision monétaire constituent une sérieuse complication. Parce que la construction de l'espace monétaire et financier européen (les transformations des comportements qu'elle induit) génère une grande incertitude sur le fonctionnement de la zone et sur la représentation que s'en donne la BCE. Parce que la politique monétaire unique n'a pas d'histoire et que les marchés n'ont pas pu en faire un apprentissage suffisant. Enfin parce que la stratégie retenue (notamment le fameux premier pilier) n'a contribué jusqu'ici qu'à entretenir la confusion et a provoqué un certain déficit de crédibilité.

Pour toutes ces raisons nous pensons que la BCE gagnerait beaucoup à recourir à une stratégie de cible d'inflation. Nous sommes d'ailleurs convaincus qu'elle y viendra assez vite.

NOTES

1. L. Bini-Smaghi et D. Gros (2001) rapportent les résultats de deux enquêtes menées auprès d'analystes et d'opérateurs de marchés. Il en ressort que la politique de la BCE est jugée, à une très large majorité, moins transparente que celle de la Fed, de la Banque d'Angleterre, de la Banque du Canada ou même de l'ancienne Bundesbank.
2. *cf.* sur ce point le témoignage (en forme de critique de la littérature sur la crédibilité) de A. Blinder (1999).
3. Ce résultat, qui renouvelle le principe de crédibilité, a été établi par R. Clarida et alii (1999). Selon ces auteurs, ce qui importe ce n'est pas l'engagement de la Banque centrale, à cibler un niveau d'activité (de croissance ou de chômage) d'équilibre, c'est-à-dire compatible avec la stabilité des prix. Ce qui compte c'est plutôt l'engagement sur l'arbitrage entre inflation et activité de court terme. Le fait que la Banque centrale puisse s'engager sur cet arbitrage va réduire l'instabilité de l'activité, parce que les agents économiques vont l'intégrer dans leur fonction d'offre. Cet engagement va donc jouer comme une sorte de stabilisation automatique face à un choc d'offre.
4. Cette stratégie est présentée dans un article du numéro de novembre 2000 du *Bulletin de la BCE* « Les deux piliers de la stratégie de la politique monétaire de la BCE ». On en trouvera aussi une présentation plus développée et mieux commentée dans l'ouvrage de O. Issing *et alii* (2001).
5. *cf.* en particulier B. Bernanke et I. Mihov (1997).
6. *cf.* A. Alesina et alii (2001).
7. *cf.* C. Favero et alii (2000), ainsi que D. Gros et alii (2000).
8. Précisons cependant que ces projections établies par les services de la BCE ne correspondent pas nécessairement aux évaluations, des membres du Conseil des gouverneurs. Ceci réduit évidemment l'intérêt de ces projections, et manifeste la prudence avec laquelle la BCE s'est engagée sur cette voie de la transparence.
9. On trouvera sur cette question deux points de vue différents exprimés dans deux rapports récents publiés par le CEPR. A. Alesina et alii (2001) soutiennent qu'il est préférable de publier des prévisions conditionnelles à une politique monétaire inchangée. Tandis que A. Blinder et alii (2001) préfèrent une solution donnant des projections en fonction de plusieurs scénarios de politique monétaire.
10. Nous n'évoquons pas ici la question de la publication des minutes des réunions du Conseil des gouverneurs. Parce que cela nous semble un problème accessoire et que cette proposition risque de soulever inutilement des difficultés. Nous évoquons plus loin les implications de l'hétérogénéité de la zone et de la structure du pouvoir monétaire.
11. Dans certaines formulations de la règle de Taylor le taux d'inflation anticipé est remplacé par le taux d'inflation effectif. Dans tous les cas on remarquera que la règle impose une surindexation du taux d'intérêt par rapport à l'inflation. C'est-à-dire que le taux d'intérêt réel augmente lorsque le taux d'inflation s'élève. On montre que cette réaction est stabilisante et qu'elle suffit en général à assurer l'ancrage nominal du système.
12. Cette question des rapports entre règles et objectifs intermédiaires est traitée très clairement dans l'ouvrage de P. Bofinger (2001).
13. On admet donc ici que la cible d'inflation à court-moyen terme $\pi_{t,t}$ peut être différente de l'objectif d'inflation de long terme π^* . Il est évident que si l'horizon choisi est suffisamment long les deux termes doivent coïncider.
14. *cf.* L.E.O. Svensson (1997, 1998).

15. Généralement une stratégie de cible d'inflation ne s'exprime pas par la spécification d'une règle. Cela signifie que la Banque centrale ne s'engage pas sur une fonction d'ajustement de ses taux d'intérêt.

La formulation d'une règle explicite de la forme :

$$i_t = i_R + \pi^* + f(\pi_{t,i} - \pi_{t,i}^*)$$

($\pi_{t,i}$, représentant l'inflation anticipée à l'horizon i), présenterait l'avantage de résoudre le problème de crédibilité au sens de Clarida et alii (1999). C'est-à-dire que l'engagement à respecter une certaine fonction de réponse affecte (lorsque la fonction d'offre macroéconomique est *forward-looking*) la relation entre variabilité de l'inflation et variabilité de la production. L'affichage de la fonction de réaction peut ainsi améliorer l'arbitrage entre ces deux types de variabilité.

En revanche, une fonction implicite est plus souple puisque la Banque centrale s'engage seulement sur le sens de l'ajustement, lorsque l'inflation anticipée s'écarte de la cible. C'est pourquoi la stratégie de cible d'inflation, entendue de cette façon, a été qualifiée de « politique discrétionnaire contrainte » par B. Bernanke et F. Mishkin (1997).

16. cf. L. Leiderman et L.E.O. Svensson (1995) et B. Bernanke et alii (1999).

17. cf. « Les problèmes soulevés par les règles de politique monétaire », *Bulletin mensuel de la BCE*, octobre 2001, pp. 37-50.

18. C'est le cas en particulier de P. Artus et alii (1999). Cet article montre en particulier que les règles de Taylor obtiennent systématiquement de meilleures performances du point de vue de la stabilisation de l'activité. Les cibles d'inflation font mieux à l'inverse, du point de vue de la stabilité des prix. Mais ces résultats ont été obtenus en spécifiant un modèle *backward-looking* de l'économie de la zone euro.

19. L'infériorité des cibles d'inflation porte sur le traitement des tensions, sur les prix des biens importés ou des évolutions de la production potentielle. Le premier cas peut être traité en se focalisant sur l'inflation sous-jacente. C'est le second qui pose essentiellement problème. Mais quelle est l'importance relative de ces chocs de court terme sur la production potentielle ? Et quelle est concrètement leur nature ?

20. Ces points ont été exposés de façon originale par M. Woodford (1994), et par B. Bernanke et M. Woodford (1997).

21. Le problème est traité de façon plus détaillée dans l'article de M.A. SÉNÉGAS dans ce numéro de la Revue. cf. aussi le *survey* de H. Le Bihan et J.G. Sahuc (2001).

22. cf. en particulier A. Orphanides (1999) et M. Ehrmann et F. Smets (2001).

23. cf. en particulier J.B. Taylor (1999).

24. cf. W. Brainard (1967).

25. Ce résultat est démontré plus rigoureusement dans : A. Penot et J.P. Pollin (2001).

BIBLIOGRAPHIE

ALESINA A., O. BLANCHARD, J. GALLI, F. GIAVAZZI et H. UHLIG (2001), « Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area », CEPR.

ARTUS P., A. PENOT et J.P. POLLIN (1999), « Quelle règle monétaire pour la Banque Centrale Européenne ? », *Revue d'Économie Politique*, pp. 309-374.

BERNANKE B. et I. MIHOV (1997), « What Does the Bundesbank Target ? », *European Economic Review*, pp. 1025-1054.

BERNANKE B. et M. WOODFORD (1997), « Inflation Forecasts and Monetary Policy », *Journal of Money Credit and Banking*, pp. 653-684.

BERNANKE B. et F. MISHKIN (1997), « Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy », *Journal of Economic Perspectives*, pp. 97-116.

- BERNANKE B. T. LAUBACH, F. MISHKIN et A. POSEN (ed) (1999), *Inflation Targeting*, Princeton University Press.
- BINI-SMAGHI L. et D. GROS (2001), « Is the ECB Sufficiently Accountable and Transparent ? » European Network of Economic Policy Research Institutes, *Working Paper* n° 7, septembre.
- BLINDER A. (1998), « Central Banking in Theory and Practice », MIT Press.
- BLINDER A., C. GOODHART, Ph. HILDEBRAND, D. LIPTON et C. WYPLOSZ (2001), « How Do Central Banks Talk ? », CEPR.
- BOFINGER P. (2001), *Monetary Policy : Goals, Institutions, Strategies and Instruments*, Oxford University Press.
- BRAINARD W. (1967), « Uncertainty and Effectiveness of Policy », *American Economic Review*, pp. 411-425.
- CLZTIFZ A., J. GALI et M. GERTLER (1999), « The Science of Monetary Policy : A New Keynesian Perspective », *Journal of Economic Literature*, pp. 1661-1707.
- EHRMANN M. et F. SMETS (2001), « Uncertain Potential Output : Implications for Monetary Policy », *Working Paper* n° 59, Banque Centrale Européenne, avril.
- FAVERO C., X. FREIXAS, T. PERSON et C. WYPLOSZ (2000), « One money, many countries », CEPR.
- GROS D., J. JIMENO, C. MONTICELLI, G. TABELLINI et N. THYGESEN (2000), « Quo Vadis Euro? The Cost of Mudding Through » CEPS, Bruxelles.
- ISSING O., V. GASPAR, I. ANGELONI, O. TRISTANI (2001), *Monetary Policy in the Euro Area*, Cambridge University Press.
- LEIDERMAN L. et L.E.O. SVENSSON (ed) (1995), *Inflation Targets*, CEPR, Londres.
- LE BIHAN H. et J.G. SAHUC (2001), « Règles de politique monétaire en présence d'incertitude : une synthèse », à paraître dans la *Revue d'Économie Politique*.
- ORPHANIDES A. (1999), « Monetary Policy Evaluation with Noisy Information », *Discussion Paper* n° 9850, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- PENOT A. et J.P. POLLIN (2001), « Hétérogénéité de transmission mechanisms and monetary rules in the EMU », *Document de travail*, Laboratoire d'Économie d'Orléans.
- SVENSSON L.E.O. (1998), « Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule », *CEPR Discussion Papers*, octobre.
- SVENSSON L.E.O. (1997), « Inflation Forecast Targeting : Implementing and Monitoring Inflation Targets », *European Economic Review*, pp. 1111-1146.
- TAYLOR J.B. (ed) (1999), *Monetary Policy Rules*, NBER, University of Chicago Press.
- TAYLOR J.B. (1999), « The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank », *Journal of Monetary Economics*, pp. 655-679.
- WOODFORD M. (1994), « Nonstandard Indicators for Monetary policy : can their unsefullers be judged from forecasting regressions ? » in *Monetary Policy*, G. Mankiw (ed).