

## **Le ciblage d'inflation au sein des économies émergentes : Revue des débats**

**Yannick LUCOTTE**

PSB Paris School of Business

59 rue Nationale

75013 Paris - France

[ylucotte@esgms.fr](mailto:ylucotte@esgms.fr) / [ylucotte@gmail.com](mailto:ylucotte@gmail.com)

### **Résumé**

Depuis son adoption par la Nouvelle-Zélande en 1990, le ciblage d'inflation a connu un succès grandissant auprès des banques centrales, particulièrement au sein des économies émergentes. On dénombre aujourd'hui 26 pays cibleurs d'inflation, dont près de trois quarts sont des pays émergents. Malgré des résultats encourageants, son adoption par cette catégorie de pays pose toujours un certain nombre de questions et fait l'objet d'un large débat dans la littérature académique. L'objectif de cet article est de passer en revue les débats qui entourent l'adoption et la conduite d'une politique de ciblage d'inflation par les pays émergents. Une place toute particulière est accordée à la question du cadre institutionnel, en analysant dans quelle mesure ce dernier a pu jouer sur la crédibilité et les performances de cette stratégie de politique monétaire au sein des économies émergentes.

**Mots clés :** Ciblage d'inflation, Economies émergentes, Institutions, Crédibilité de la politique monétaire  
**Codes JEL :** E02, E52, E58, E61

### **Inflation targeting in emerging economies : An overview of the debate**

#### **Abstract**

Since its adoption by New-Zealand in 1990, inflation targeting is becoming increasingly popular among central banks, especially in emerging economies. Today 26 countries use inflation targeting, and about three quarters of them are emerging countries. Despite promising results, the adoption of this monetary policy framework by this category of countries still raises a number of issues and is the subject of an active academic debate. The aim of this article is to examine the experience of non-industrial inflation targeting countries and to provide an overview of discussions surrounding the conduct of inflation targeting by these economies. In particular, this paper discusses the institutional requirements for monetary policy credibility and successful inflation targeting.

**Keywords :** Inflation targeting, Emerging economies, Institutions, Monetary policy credibility  
**JEL Codes :** E02, E52, E58, E61

## Introduction

Depuis son adoption par la Nouvelle-Zélande en 1990, le ciblage d'inflation est devenu au fil des années une stratégie de politique monétaire prisée par un nombre croissant de banques centrales à travers le monde, en particulier au sein des économies émergentes. Ainsi, à la fin de l'année 2014, on comptabilisait 26 pays cibles d'inflation, dont près des trois quarts étaient des pays émergents<sup>1</sup>. De nombreux autres pays émergents et en développement ont en outre fait part de leur volonté d'adopter cette stratégie de politique monétaire à plus ou moins court terme. De plus, parmi les pays émergents ayant adopté le ciblage d'inflation, seule la République slovaque a abandonné le ciblage d'inflation en 2009 afin de rejoindre la zone euro, ce qui révèle une réelle satisfaction des autorités de ces pays envers ce régime monétaire.

Cet engouement croissant des banques centrales des économies émergentes pour le ciblage d'inflation s'explique principalement par les difficultés grandissantes rencontrées par les autorités monétaires de ces pays dans la conduite de leur politique monétaire et de change, nombre de ces pays ayant connu une crise de change ou des périodes de forte inflation. Le ciblage d'inflation apparaissait alors pour ces pays comme la solution « de secours » la plus à même de restaurer relativement rapidement la crédibilité de leur politique monétaire et de contenir efficacement les tensions inflationnistes. De plus, il est certain que les expériences réussies des économies industrialisées ayant précédemment adopté le ciblage d'inflation ont joué un rôle indéniable dans le choix des pays émergents d'adopter le ciblage d'inflation. Malgré un contexte favorable de grande modération, les banques centrales des économies émergentes ont pu voir dans les performances des pays industrialisés cibles d'inflation une preuve des vertus anti-inflationnistes du ciblage d'inflation. Plus généralement, l'essor du ciblage d'inflation est le reflet d'un recentrage des objectifs de politique monétaire, l'objectif de stabilité des prix étant devenu au cours des deux dernières décennies l'objectif prioritaire de nombre de banques centrales à travers le monde.

Malgré cette popularité croissante du ciblage d'inflation au sein des économies émergentes, son adoption pose un certain nombre de questions pour cette catégorie de pays et a fait l'objet d'un très large débat académique. Au premier rang de ces questions figure la question du cadre institutionnel de ces pays. En effet, les économies émergentes sont généralement caractérisées par des carences institutionnelles relativement marquées, qui peuvent venir parasiter la conduite de la politique monétaire. D'où la nécessité d'instaurer un cadre institutionnel en adéquation avec l'objectif de stabilité des prix, sous peine d'entacher la crédibilité de la politique monétaire, et donc son efficacité.

C'est pour cette raison que le respect d'un certain nombre de préconditions macroéconomiques et institutionnelles est jugé nécessaire pour qu'un pays puisse adopter le ciblage d'inflation. Du respect de ces pré-requis dépend la crédibilité, l'efficacité et la viabilité de cette stratégie de politique monétaire. Ceci est d'autant plus important dans le cadre d'une stratégie de ciblage d'inflation que le seul point

---

<sup>1</sup> Les 26 pays conduisant actuellement une stratégie de ciblage d'inflation sont (la date d'adoption est précisée entre parenthèses) : Nouvelle-Zélande (1990), Canada (1991), Royaume-Uni (1992), Suède (1993), Australie (1993), République Tchèque (1997), Israël (1997), Pologne (1998), Brésil (1999), Chili (1999), Colombie (1999), Afrique du Sud (2000), Thaïlande (2000), Corée du Sud (2001), Mexique (2001), Islande (2001), Norvège (2001), Hongrie (2001), Pérou (2002), Philippines (2002), Guatemala (2005), Indonésie (2005), Roumanie (2005), Turquie (2006), Serbie (2006), Ghana (2007).

d'ancrage des anticipations est la cible d'inflation annoncée. Des échecs récurrents dans l'atteinte de cette cible peuvent alors durablement impacter la capacité de la banque centrale à ancrer efficacement les anticipations d'inflation sur la cible d'inflation, et donc *in fine* détériorer les performances futures de la politique monétaire. Parmi ces préconditions, on retrouve notamment l'indépendance de la banque centrale, la profondeur du marché bancaire et financier, la conduite d'une politique budgétaire saine, ou encore la flexibilité des changes.

Cette dernière précondition, qui renvoie à la question du conflit d'objectifs de la politique monétaire, est certainement celle qui préoccupe le plus les autorités monétaires des économies émergentes, et qui fait l'objet d'un âpre débat au sein de la littérature académique. En effet, comme nous le verrons dans cet article, peu de pays émergents cibles d'inflation respectent ce pré-requis, en particulier du fait d'un degré d'endettement en devises étrangères relativement important qui expose fortement ces économies au risque de dépréciation du change. Néanmoins, comme le suggèrent les principaux résultats de la littérature empirique ayant analysé l'impact de l'adoption du ciblage d'inflation sur les performances macroéconomiques des économies émergentes, il semblerait que cette gestion active du change n'ait pas remise en cause l'efficacité de cette stratégie de politique monétaire.

L'objectif de cet article est alors de dresser un panorama complet des différentes problématiques entourant l'adoption et la conduite d'une telle stratégie de politique monétaire au sein des économies émergentes. En particulier, nous accorderons une place tout particulière à la question du cadre institutionnel, en analysant dans quelle mesure ce dernier peut jouer sur la crédibilité et l'efficacité d'une politique de ciblage de l'inflation. Pour cela, nous nous appuierons sur les résultats de la littérature théorique et empirique consacrée au ciblage d'inflation, tout en cherchant à mettre en exergue les implications de politique économique.

L'article s'organise de la façon suivante. Après avoir posé les bases conceptuelles du ciblage d'inflation dans la première section, nous revenons de manière détaillée dans la deuxième section sur la question des pré-requis jugés comme essentiels pour conduire une politique de ciblage de l'inflation efficace. La troisième section passe en revue les principaux résultats de la littérature empirique ayant analysé l'impact de l'adoption du ciblage d'inflation sur les performances économiques des pays émergents. La quatrième section discute dans quelle mesure le cadre institutionnel et la crédibilité de la politique monétaire ont pu jouer sur ces performances, avant de nous focaliser plus particulièrement dans la cinquième section sur la question du potentiel conflit d'objectifs entre stabilisation de l'inflation et stabilisation du change. Enfin, nous concluons en abordant les défis futurs qui attendent les pays émergents cibles d'inflation, notamment suite à la récente crise économique et financière.

## **1. Le ciblage d'inflation : de quoi parle-t-on ?**

Malgré l'intensification des recherches académiques à son égard, il n'existe pas de réel consensus dans la littérature sur ce qu'on entend réellement par stratégie de ciblage de l'inflation. La meilleure illustration de cette absence de consensus est sans aucun doute le flou qui entoure la classification des pays en tant que pays cibleur d'inflation. Alors que nombre de pays émergents se réclament aujourd'hui cibles d'inflation, seuls certains d'entre eux sont effectivement considérés comme tels par la

communauté académique. A l'inverse, d'autres banques centrales, comme par exemple la Banque Centrale Européenne (BCE), sont considérées par certaines classifications comme cibleuses d'inflation, alors qu'elles se défendent d'appartenir à cette catégorie<sup>2</sup>.

Plusieurs arguments peuvent être avancés pour expliquer cette relative confusion qui entoure le terme « ciblage d'inflation ». Le premier renvoie au fait que, dans le cas précis du ciblage d'inflation, la pratique a devancé la théorie. Ainsi, l'adoption de cette stratégie de politique monétaire par les premiers pays cibleurs ne serait pas le fruit de la « science » de la politique monétaire, mais principalement le résultat du pragmatisme des banques centrales dans la conduite de leur politique monétaire. D'où des cadres d'application et des stratégies de ciblage d'inflation différents suivant les pays cibleurs. Surtout, cette confusion peut s'expliquer par le fait qu'une stratégie de ciblage de l'inflation ne consiste pas simplement pour une banque centrale à annoncer une cible d'inflation. Si tel était le cas, nombre de banques centrales à travers le monde entreraient dans la catégorie des pays cibleurs d'inflation. Or, comme le soulignaient Carare et Stone [2006], sur la quarantaine de pays qui vise aujourd'hui une inflation faible et stable, à peine la moitié d'entre eux peuvent être considérés comme des cibleurs d'inflation. Une politique de ciblage de l'inflation est en effet un cadre de politique monétaire bien plus contraignant que la simple annonce publique d'un objectif numérique d'inflation, qui exige notamment le respect d'un certain nombre de critères.

Dans sa conception la plus largement acceptée, une stratégie de ciblage d'inflation repose sur trois caractéristiques principales. Il s'agit dans un premier temps d'assigner à la banque centrale un objectif quantitatif d'inflation, ainsi qu'un horizon précis pour la réalisation de cet objectif. Ce dernier prend généralement la forme d'une fourchette cible, dont la largeur peut être plus ou moins importante suivant les banques centrales. Ensuite, comme son nom l'indique, une stratégie de ciblage d'inflation repose sur l'idée que la banque centrale abandonne tout objectif intermédiaire explicite, et cible directement l'inflation. En d'autres termes, la politique monétaire est directement orientée vers l'objectif final de stabilité des prix, la banque centrale réglant ses instruments sur la base d'un ensemble d'indicateurs macroéconomiques et financiers, sans qu'il y ait forcément de relation causale entre ces indicateurs et l'objectif final (Bordes [2007]). Ce ciblage direct de l'inflation fut justifié, dans le cadre des économies industrialisées notamment, par l'effrètement du lien entre masse monétaire et inflation du fait d'une instabilité croissante de la demande de monnaie. Ces deux premières caractéristiques expliquent dès lors pourquoi la stratégie à « deux piliers » poursuivie par la BCE peut ne pas être considérée comme une stratégie de ciblage d'inflation.

Elle exige en outre de la part de la banque centrale des efforts vigoureux de transparence et de communication envers les acteurs des marchés financiers et le public en général. Pour qu'une stratégie de ciblage de l'inflation soit pleinement efficace, cette politique de communication revêt différents aspects. Ainsi, l'autorité monétaire se doit tout d'abord de publier ses prévisions d'inflation et d'activité, ainsi que les modèles qui ont servi à leur construction. Dans la pratique, les prévisions d'inflation permettent en effet aux marchés d'anticiper l'orientation future de la politique monétaire, dans la mesure où la banque centrale s'appuie en grande partie sur ses anticipations d'inflation pour définir le sentier

---

<sup>2</sup> La BCE revendique clairement sa non-appartenance à la catégorie des pays cibleurs d'inflation. Ainsi, son gouverneur Jean-Claude Trichet, déclarait lors d'une conférence de presse : *"We are not in the conceptual universe of inflation targeting"* (Trichet [2006]).

d'évolution de son taux d'intérêt, démarche qualifiée de « *forward-looking* ». L'autorité monétaire doit en outre justifier publiquement ses ajustements de taux et expliciter clairement aux marchés les effets attendus de ces derniers sur l'évolution de l'inflation. Enfin, la banque centrale doit rendre compte de son action, en ce sens qu'elle doit s'expliquer sur les écarts observés *a posteriori* entre ses prévisions d'inflation et les réalisations, et indiquer les remèdes envisagés pour y pallier en cas de non-réalisation de l'objectif d'inflation qui lui a été assigné. Ce devoir de transparence de la banque centrale est au cœur de la politique de ciblage d'inflation, et contribue à réduire l'incertitude quant aux orientations futures de la politique monétaire tout en renforçant la crédibilité et la responsabilité de la banque centrale.

La primauté de l'objectif de stabilité des prix, sur lequel l'action de la banque centrale est jugée, ne signifie cependant pas que l'activité économique est négligée. En effet, contrairement à ce qu'avancent les opposants au ciblage d'inflation, cette stratégie de politique monétaire laisse une marge de manœuvre raisonnable à la banque centrale pour lui permettre de réguler l'activité économique. Cette marge de manœuvre est d'autant plus importante que la fourchette cible est large et que l'horizon pour la réalisation de l'objectif d'inflation est lointain. Pour Svensson [2002], une telle stratégie a donc l'avantage de laisser à la banque centrale une marge discrétionnaire dans la conduite de sa politique monétaire, tout en conservant le caractère coercitif de la règle monétaire, la banque centrale devant rendre des comptes publiquement sur la réalisation de l'objectif d'inflation qui lui a été assigné. D'où le terme de « discrétion contrainte » employé par Bernanke et Mishkin [1997] pour qualifier le ciblage d'inflation, qui constitue pour ces auteurs une position intermédiaire entre la discrétion absolue, source d'incohérence temporelle et génératrice d'un surcroît d'inflation (le fameux biais inflationniste), et l'application rigide d'une règle monétaire. De même, contrairement à ce qu'avancent certains économistes suite à la récente crise financière (voir, par exemple, Frankel [2012]), une stratégie de ciblage de l'inflation n'interdit pas à la banque centrale de s'intéresser aux déséquilibres macrofinanciers. Au total, comparativement aux stratégies d'ancrage nominal l'ayant précédé, le ciblage d'inflation présente un certain nombre d'avantages. Les avantages du ciblage d'inflation peuvent se résumer en trois mots : transparence, crédibilité et flexibilité.

## **2. Les conditions pré-requises à l'adoption du ciblage d'inflation**

Pour permettre à une banque centrale de conduire efficacement une politique de ciblage d'inflation, il est généralement admis au sein de la communauté des économistes et praticiens de la politique monétaire qu'un certain nombre de prérequis doivent être satisfaits. Ces prérequis, qui peuvent être internes ou externes à l'institut d'émission, sont généralement classés en deux grandes catégories : les conditions macroéconomiques et financières et les conditions institutionnelles. La littérature recense trois conditions macroéconomiques et financières essentielles à l'adoption d'une politique de ciblage de l'inflation : (i) une politique budgétaire saine, (ii) un système bancaire et financier développé et, (iii) un niveau d'inflation relativement faible<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Voir notamment Masson *et al.* [1997], Schaechter *et al.* [2000], Mishkin [2000], Amato et Gerlach [2002], Carare *et al.* [2002], Siklos et Abel [2002], Khan [2003], Truman [2003], Jonas et Mishkin [2005], Freedman et Laxton [2009] et Freedman et Ötker-Robe [2010] pour une présentation détaillée des conditions pré-requises à l'adoption du ciblage d'inflation.

La mise en place de mesures et de dispositions réglementaires visant à renforcer la discipline budgétaire est considérée par nombre d'économistes comme un préalable primordial à l'adoption d'une stratégie de ciblage d'inflation (voir, par exemple, Amato et Gerlach [2002], Truman [2003], Mishkin [2004]). Plusieurs raisons peuvent justifier la nécessité pour un gouvernement de mener une politique budgétaire saine et responsable dans un cadre de ciblage de l'inflation. Tout d'abord, comme l'ont montré Sargent et Wallace [1981], il peut émerger de la conduite d'une politique budgétaire laxiste une « arithmétique monétariste déplaisante ». Cette dernière décrit une situation dans laquelle le gouvernement peut contraindre la banque centrale, lorsque l'endettement public devient trop important et que la demande de titres publics est insuffisante pour financer le déficit, à conduire une politique monétaire accommodante afin de monétiser la dette publique. Cette monétisation de la dette a alors pour conséquence d'exacerber les tensions inflationnistes et de dégrader durablement la crédibilité de la banque centrale dans la conduite de sa politique monétaire. A l'inverse, dans le cas où la banque centrale ne cède pas aux pressions du gouvernement, la situation peut déboucher sur un risque de défaut de l'Etat. Ainsi, comme le montre Blanchard [2004] dans le cas du Brésil, outre le fait que la dominance budgétaire risque de compromettre l'atteinte de la cible d'inflation, l'adoption d'une politique de ciblage de l'inflation comporte également des risques lorsque l'endettement public est élevé et que la banque centrale ne cède pas aux pressions du gouvernement pour monétiser la dette publique. En effet, un choc inflationniste conduirait l'autorité monétaire à relever ses taux d'intérêt qui, en accroissant le fardeau de la dette interne, accentuerait la probabilité de défaut sur la dette publique.

En outre, comme le soulignent Amato et Gerlach [2002] dans le cas des économies émergentes, la détérioration des soldes budgétaires peut conduire les autorités à augmenter significativement les prix administrés, tels que les prix de l'électricité ou de l'essence, et ce afin de limiter les déficits publics. Les prix administrés représentant une proportion relativement importante de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays émergents, cette évolution des prix fixés par l'Etat aura un impact non négligeable sur le niveau de l'inflation. Enfin, selon Mishkin et Schmidt-Hebbel [2001], une évolution erratique des dépenses gouvernementales pourrait conduire à une sur-réaction des anticipations d'inflation et donc au final, à une inflation plus élevée.

Au-delà de ces impératifs budgétaires, la littérature a montré que le développement du marché bancaire et financier est une condition *sine qua non* au bon fonctionnement et à l'efficacité d'une stratégie de ciblage d'inflation. Trois arguments sont généralement avancés pour expliquer l'importance de ce prérequis. Le premier renvoie à la précondition précédente et à la question du financement des déficits publics. Comme le montre Woo [2003], un marché financier développé peut en effet permettre au Trésor public de diversifier ses sources de financement, ce qui limite la tentation du gouvernement de recourir au levier du financement monétaire. Ensuite, du point de vue de la politique monétaire, il est généralement admis que le développement du marché bancaire et financier assure un lien plus fort entre la politique de la banque centrale et les taux d'intérêt des intermédiaires financiers, permettant ainsi une transmission efficace des impulsions de politique monétaire. De plus, comme le soutient Mishkin [2004], une banque centrale confrontée à un système bancaire et financier peu développé et fragilisé hésitera à relever ses taux d'intérêt directs dans le but d'atteindre l'objectif d'inflation qui lui a été assigné, de peur d'un effondrement brutal de ce marché.

En outre, un marché bancaire et financier faiblement développé se caractérise très souvent au sein des économies émergentes par un endettement extérieur relativement important. Or ce degré élevé d'endettement en devises étrangères, qu'il soit public ou privé, peut se révéler problématique en cas de forte dépréciation du taux de change. En effet, une dépréciation brutale et importante de la monnaie nationale provoquerait une augmentation du fardeau de la dette libellée en devises étrangères, avec pour conséquence directe une profonde détérioration des bilans des ménages, des entreprises et des banques ayant opté pour ce mode de financement. Selon Mishkin [1997], cette détérioration des bilans renforcerait alors les effets de sélection adverse et de hasard moral sur les marchés du crédit, conduisant à un brusque déclin de l'investissement et de l'activité économique et finalement, à un effondrement complet du système bancaire. Le risque d'effondrement du système bancaire est donc relativement plus élevé au sein des économies caractérisées par un fort endettement extérieur. Ce risque sera d'autant plus élevé que la banque centrale ne pratique pas une gestion active du taux de change qui, comme nous le verrons ci-dessous, est théoriquement incompatible avec le ciblage de l'inflation du fait d'un potentiel conflit d'objectifs.

Certains économistes mettent également en avant l'importance pour un pays souhaitant adopter une stratégie de ciblage de l'inflation de mettre en œuvre en amont une politique active de désinflation visant à ramener l'inflation à un niveau relativement faible (Masson *et al.* [1997]). Pour Carare *et al.* [2002], l'adoption d'une politique de ciblage d'inflation serait envisageable lorsque le taux d'inflation annuel est inférieur à 25%. Toutefois, la transition réussie vers le ciblage d'inflation de certains pays émergents affichant des taux d'inflation initiaux relativement élevés vient relativiser l'importance de ce pré-requis. Ces pays ont en effet fait le choix de conduire une politique de désinflation en s'appuyant sur une stratégie de ciblage d'inflation, en révisant la cible de manière relativement fréquente au cours du processus de désinflation. La crédibilité de la banque centrale et l'efficacité de la politique de désinflation reposent dès lors principalement sur la crédibilité de la cible d'inflation, en ce sens que la cible annoncée ne doit pas être perçue par les agents comme trop ambitieuse au vu des conditions économiques et institutionnelles du moment.

Conjointement aux préconditions macroéconomiques et financières énoncées ci-dessus, la littérature académique recense deux préconditions institutionnelles à l'adoption du ciblage d'inflation : (i) l'indépendance de la banque centrale et, (ii) la flexibilité du régime de change. L'indépendance de la banque centrale vise à abriter cette dernière de toute pression politique et interférence avec le gouvernement, et ainsi éviter le phénomène d'incohérence temporelle des choix publics (Kydland et Prescott [1977]). Un tel phénomène engendrerait en effet un biais inflationniste qui, dans le cas du ciblage d'inflation, se traduirait par des échecs récurrents dans l'atteinte de la cible. Toutefois, si l'on se réfère à la terminologie introduite par DeBelle et Fischer [1994], qui distinguent indépendance d'objectif et indépendance d'instrument, seule l'indépendance d'instrument se justifie pleinement dans le cadre du ciblage d'inflation. Elle doit permettre de conférer à la banque centrale une totale liberté dans le réglage de ses instruments de politique monétaire, et ainsi lui permettre d'atteindre l'objectif d'inflation qui lui a été assigné.

Outre l'indépendance de l'autorité monétaire, la littérature a mis en avant l'importance de la flexibilité des changes dans un cadre de ciblage d'inflation. Cette condition d'unicité de la cible se fonde sur la nécessité d'orienter la politique vers son objectif premier de stabilité des prix afin d'écarter tout

type d'interventions de la banque centrale susceptibles de compliquer la gestion de la stratégie de ciblage d'inflation, et ce particulièrement au sein des économies émergentes. Par exemple, comme le montrent Amato et Gerlach [2002], le ciblage du taux de change par une autorité monétaire poursuivant une stratégie de ciblage d'inflation peut, de façon indirecte, affecter la réussite d'une telle stratégie. En effet, une augmentation brutale du taux d'intérêt à court terme par la banque centrale suite à une dépréciation du taux de change de la monnaie nationale risque d'impacter négativement la profitabilité des banques commerciales; la fragilité du secteur bancaire qui s'ensuit peut alors devenir un obstacle majeur à l'atteinte de la cible d'inflation annoncée. Ainsi, lorsqu'une banque centrale cible à la fois l'inflation et le taux de change, elle ferait face à un conflit d'objectifs. Cet argument rejoint donc la célèbre « règle de Tinbergen » (Tinbergen [1952]), selon laquelle il faut disposer d'autant d'instruments que d'objectifs, chaque instrument devant être affecté à l'objectif qu'il sert le mieux. De plus, en améliorant la clarté du point d'ancrage nominal de la politique monétaire, la poursuite exclusive d'une cible d'inflation permet de renforcer la responsabilité et la transparence de la politique monétaire.

La transition vers un régime de flottement pur apparaît cependant délicate pour les pays émergents, en raison notamment d'un degré d'ouverture élevé de ces économies et donc, de la forte vulnérabilité des entreprises et du secteur bancaire et financier aux fluctuations du taux de change. Dès lors, pour Mishkin [2000], un régime de flottement pur n'est pas justifié pour cette catégorie de pays, même si l'objectif de change doit rester un objectif secondaire de la politique monétaire, en ce sens qu'il ne doit pas se substituer à l'objectif d'inflation. En outre, comme le souligne Edwards [2006], lorsque les délais de répercussion des variations du taux de change sur les prix sont relativement longs, une politique monétaire visant à stabiliser le taux de change n'est pas injustifiée puisqu'elle permet d'atténuer la réactivité des prix domestiques aux variations du taux de change. Dans ce cas, le ciblage du taux de change apparaît comme un soutien non négligeable à la politique de ciblage de l'inflation en anticipant l'impact d'une variation du change sur l'inflation.

### **3. Les performances économiques du ciblage d'inflation au sein des économies émergentes**

Alors que le nombre de pays émergents cibles d'inflation ne cessait de croître au début des années 2000, une question a rapidement émergé au sein de la communauté académique, celle de l'efficacité du ciblage d'inflation au sein de cette catégorie de pays. Cette question était d'autant plus légitime que nombre d'économistes apparaissaient à cette époque sceptiques quant à l'opportunité pour les pays émergents d'adopter une telle stratégie de politique monétaire, du fait notamment de carences économiques et institutionnelles relativement importantes (voir, notamment, Masson *et al.* [1997], Eichengreen *et al.* [1999], Schaechter *et al.* [2000]). De plus, les études antérieures consacrées aux économies industrialisées arrivaient à des résultats ambigus, voire contradictoires, quant à l'efficacité du ciblage d'inflation en termes de performances macroéconomiques<sup>4</sup>. Au contraire, comme nous le

---

<sup>4</sup> Il existe un grand nombre d'études empiriques consacrées à l'efficacité du ciblage d'inflation au sein des économies industrialisées en termes de performances macroéconomiques (par exemple, niveau et volatilité de l'inflation, volatilité de l'output gap, croissance économique). Parmi celles-ci, on retrouve notamment Ball et Sheridan [2003], Lin et Ye [2007], Angeriz et Arestis [2008], Ball [2010], et Willard [2012], qui ne trouvent aucun impact significatif de l'adoption du ciblage d'inflation sur les performances macroéconomiques des économies industrialisées. Pour Gertler [2005] et Svensson [2010],



verrons plus en détails ci-dessous, lorsque les études empiriques se focalisent sur les pays émergents, les résultats semblent converger pour mettre en évidence un impact significatif de l'adoption du ciblage d'inflation sur les performances macroéconomiques de ces pays. L'objectif de cette section est de fournir une vision synthétique des travaux empiriques ayant traité de cette question.

Deux types d'approche ont été mobilisées pour évaluer les performances macroéconomiques du ciblage d'inflation : une approche en termes absolus et une approche en termes relatifs. La première s'appuie sur l'économétrie des séries temporelles et consiste à évaluer dans quelle mesure l'adoption du ciblage d'inflation au sein d'un pays a affecté les performances macroéconomiques de ce dernier, en comparant à les périodes pré- et post-adoption. La seconde approche vise quant à elle à comparer les performances macroéconomiques du ciblage d'inflation vis-à-vis de régimes monétaires alternatifs, tels que l'ancrage nominal par le change ou le ciblage des agrégats monétaires. Comme le soulignent Ball et Sheridan [2003], le principal avantage de cette seconde approche est qu'elle permet de purger l'effet du contexte de grande modération sur les performances macroéconomiques des pays cibles, et ainsi éviter de sur-estimer l'impact de l'adoption du ciblage d'inflation sur les agrégats économiques<sup>5</sup>. Pour cette raison, nous nous concentrerons ici uniquement sur les études ayant retenu cette approche.

La première étude ayant cherché à tester les bénéfices macroéconomiques de l'adoption du ciblage d'inflation au sein des pays émergents est celle du FMI [2005]. S'appuyant sur la méthode des doubles différences précédemment employée par Ball et Sheridan [2003] dans le cadre des économies industrialisées, le FMI [2005] montre que l'adoption du ciblage d'inflation a contribué à réduire le niveau et la volatilité de l'inflation, ainsi que la volatilité de l'écart de production. Les résultats indiquent en particulier que les pays cibles d'inflation ont connu une baisse de leur niveau d'inflation entre la période pré- et post-ciblage en moyenne 4.8 points supérieure à celle des pays non-cibles. En outre, les résultats apparaissent robustes à l'inclusion de différentes variables de contrôle, telles que le niveau de dette publique, ou aux pays non-cibles composant le groupe de contrôle. S'appuyant sur la même méthodologie que celle retenue par le FMI [2005], mais considérant une période d'étude et un échantillon de contrôle sensiblement différents, Gonçalves et Salles [2008], Gemayel *et al.* [2011] et Abo-Zaid et Tuzemen [2012] arrivent à des résultats similaires.

A la suite de l'étude pionnière du FMI [2005], un grand nombre de travaux sur données de panel se sont attachés à dépasser les limites inhérentes à l'estimateur des doubles différences en s'appuyant sur des méthodologies économétriques alternatives. Parmi cette littérature foisonnante, nous pouvons par exemple citer les articles de Mishkin et Schmidt-Hebbel [2007], Pétursson [2009], Brito et Bystedt [2010], Lin et Ye [2009, 2012], et de Mendoça et De Guimarães e Souza [2012]. L'objectif affiché de ces différents travaux était de prendre en considération la possible endogénéité du ciblage d'inflation, en ce sens que le choix des pays cibles d'adopter une telle politique monétaire n'était certainement pas indépendant de leurs performances économiques passées. En effet, comme le

---

de tels résultats s'expliqueraient par le fait que le cadre de conduite de la politique monétaire est relativement semblable au sein des pays industrialisés, que ces derniers aient ou non adopté une stratégie de ciblage de l'inflation.

<sup>5</sup> Selon Ball et Sheridan [2003], "[...] many measures of economic performance improved on average between the pre-inflation-targeting and post-targeting periods. In most major economies, the period since the early 1990s has seen low and stable inflation and stable output growth. If we examine inflation targeting countries alone, there are clear economic improvements that one might be tempted to attributed to targeting. However, to learn the true effects of targeting, we must compare improvements in targeting countries to improvements in non-targeting countries".

montre Truman [2003], la probabilité qu'un pays abandonne sa stratégie de politique monétaire au profit du ciblage d'inflation est d'autant plus forte que ses performances économiques sont moroses. Dès lors, ne pas prendre en compte cette endogénéité potentielle peut conduire à biaiser les résultats des estimations.

Globalement, les résultats de ces différentes études renforcent l'idée selon laquelle l'adoption du ciblage d'inflation au sein des économies émergentes a été synonyme d'une amélioration des performances macroéconomiques. En particulier, il ressort que la poursuite d'une telle stratégie de politique monétaire a permis à ces pays de réduire le niveau et la volatilité des prix. Par exemple, les résultats obtenus par Lin et Ye [2009] suggèrent, qu'en moyenne, le taux d'inflation au sein des pays cibles est 3 points inférieur à celui observé chez les non-cibles, alors que cette différence est de l'ordre de 5.6 points de pourcentage pour De Mendoça et De Guimarães e Souza [2012]. Ces résultats confortent par conséquent les résultats préliminaires du FMI [2005].

Le seul point de désaccord majeur entre ces différentes études concerne l'impact du ciblage d'inflation sur la volatilité de l'activité économique. Ainsi, dans la lignée des résultats du FMI [2005], Gemayel *et al.* [2011] et Abo-Zaid et Tuzemen [2012] ne trouvent pas de relation statistiquement significative entre la poursuite d'une stratégie de ciblage d'inflation et la volatilité du taux de croissance du PIB réel. A l'inverse, les résultats obtenus par Gonçalves et Salles [2008] suggèrent que l'adoption d'un tel régime de politique monétaire a permis aux pays émergents de réduire la volatilité de l'activité économique. Concernant le lien entre ciblage d'inflation et taux de croissance du PIB, là aussi les résultats ne convergent pas. Alors que les études de Brito et Bystedt [2010] et Gemayel *et al.* [2011] arrivent à la conclusion que l'adoption du ciblage d'inflation tend à réduire le niveau de l'activité économique, la relation inverse est obtenue par Abo-Zaid et Tuzemen [2012], même si leurs résultats apparaissent sensibles à la composition de l'échantillon de pays. Dans le cadre des économies émergentes, l'éventuel coût en termes de croissance économique de l'adoption d'une politique de ciblage de l'inflation peut néanmoins s'expliquer par le fait que nombre de ces pays ont fait le choix d'adopter ce cadre de politique monétaire avec un niveau initial d'inflation relativement élevé. Dès lors, l'adoption du ciblage d'inflation, conjuguée à une vitesse de désinflation élevée, a pu avoir un effet persistant et important sur l'activité réelle (ratio de sacrifice élevé).

Cette hétérogénéité des résultats empiriques concernant le lien entre ciblage d'inflation et activité économique est à l'image de l'intense débat idéologique qui divise partisans et opposants au ciblage d'inflation. Pour les opposants à cette stratégie de politique monétaire, le fait que cette dernière impose à la banque centrale de se focaliser prioritairement sur l'objectif d'inflation fait qu'on peut s'attendre à ce que l'autorité monétaire délaisse quelque peu la stabilisation de l'activité économique. Et ce d'autant plus qu'elle doit rendre des comptes sur l'atteinte de l'objectif d'inflation qui lui a été assigné<sup>6</sup>. Dès lors, le passage à un tel régime ne serait pas un « free lunch ». Au contraire, pour ses partisans, l'objectif explicite d'inflation n'implique pas qu'il faille se désintéresser de l'activité

---

<sup>6</sup> Les résultats empiriques obtenus par Levieuge et Lucotte [2014] dans le cas des pays de l'OCDE suggèrent en effet que l'adoption du ciblage d'inflation a significativement augmenté le degré de conservatisme des autorités monétaires. En d'autres termes, l'adoption du ciblage d'inflation se serait traduite par une plus forte préférence pour la stabilisation de l'inflation dans la fonction de perte des autorités monétaires.

économique [Svensson, 2010]. En effet, le ciblage d'inflation procure à la banque centrale une marge discrétionnaire dans la conduite de sa politique monétaire, ce qui fait que le poids relatif assigné à l'objectif de stabilisation conjoncturelle dans sa fonction de perte est certainement non nul. En outre, si l'output (gap) constitue un variable clé dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, il serait sous-optimal de négliger l'activité économique (Svensson [1997], Penot et Pollin [1999] et Rudebusch et Svensson [1999]). De surcroît, les anticipations d'inflation, primordiales dans le cadre du ciblage d'inflation, dépendent fortement de l'évolution du PIB et de son potentiel.

Enfin, une littérature plus récente s'est penchée sur la question de la résilience des pays cibles d'inflation suite à la récente crise économique et financière. De Carvalho Filho [2010, 2011] fut le premier à aborder formellement cette question. Les résultats qu'il obtient indiquent une plus forte résilience face à la crise des pays cibles d'inflation comparativement aux pays non-cibles. En particulier, il ressort que les pays cibles ont réussi à contenir le spectre de la déflation suite à la crise, en connaissant une baisse relativement moins forte des niveaux d'inflation que les pays non-cibles. Par contre, de Carvalho Filho [2010] ne trouve aucune différence significative pour les pays émergents entre cibles et non-cibles en ce qui le taux de croissance du PIB. Fouejieu [2013] proposa par la suite un réexamen de la résilience des pays cibles d'inflation face à la crise financière en recourant à l'estimateur des doubles différences. Les résultats obtenus sont conformes à ceux de Carvalho Filho [2010] en ce qui concerne le taux de croissance du PIB. Les pays cibles, qu'ils soient industrialisés ou émergents, n'ont pas connu une activité économique plus soutenue que les non-cibles au lendemain de la crise financière. Il ressort également une différence non significative concernant le niveau et la volatilité de l'inflation entre pays émergents cibles et non-cibles d'inflation. Petreski [2014] a quant à lui évalué cette question de la résilience des pays cibles d'inflation face à la crise économique en se focalisant sur les pays d'Europe centrale et orientale. Contrairement à de Carvalho Filho [2010] et Fouejieu [2013], les résultats qu'il obtient suggèrent que les pays cibles d'inflation ont moins bien performé en termes de croissance économique que les pays non-cibles. En moyenne, les pays cibles d'inflation ont connu une plus forte baisse de leur taux de croissance du PIB que les non-cibles, à hauteur de quatre points de pourcentage. Au-delà de ce dernier résultat, qui concerne uniquement la crise récente et une zone géographique particulière, la tendance générale qui se dégage de cette revue de littérature est un effet bénéfique de l'adoption du ciblage d'inflation sur les performances économiques des pays émergents, en particulier les performances nominales.

#### **4. Les clés de la performance du ciblage d'inflation : crédibilité de la banque centrale et cadre institutionnel**

De telles performances macroéconomiques sous-entendent dès lors une certaine crédibilité des banques centrales dans la conduite de leur politique monétaire, clé de voûte de l'efficacité du régime de ciblage d'inflation. De fait, une autorité monétaire qui ne serait pas crédible aux yeux des agents économiques éprouverait des difficultés à ancrer efficacement les anticipations d'inflation du secteur privé vers un niveau proche de sa cible d'inflation, avec pour conséquence des échecs récurrents dans l'atteinte de l'objectif d'inflation annoncé. En effet, de par leur influence sur les négociations salariales et les contrats de prix, les anticipations d'inflation sont un des principaux déterminants de l'inflation courante.

La crédibilité peut alors être définie comme le degré de confiance du secteur privé dans l'aptitude et la détermination de la banque centrale à suivre la politique monétaire et à atteindre les objectifs qu'elle a annoncés, en dépit de déviations temporaires qu'elle pourrait consentir afin d'absorber les chocs subis par l'économie (Loisel [2006]). De part le cadre institutionnel relativement contraignant qu'imposent l'adoption et la poursuite d'une stratégie de ciblage de l'inflation, cette dernière devrait théoriquement permettre d'assurer un fort degré de crédibilité de la politique monétaire, et ainsi permettre un meilleur ancrage des anticipations sur la cible d'inflation.

Parmi le peu de travaux ayant traité du lien entre adoption du ciblage d'inflation et ancrage des anticipations d'inflation dans la cadre des économies émergentes, on retrouve notamment celle du FMI [2005] précédemment citée. S'appuyant sur le même cadre d'analyse que pour l'évaluation des performances macroéconomiques, le FMI [2005] montre que le niveau et la volatilité des anticipations d'inflation à moyen et long terme ont connu en moyenne une plus forte baisse entre la période pré- et post-ciblage au sein des pays cibles d'inflation que des pays poursuivant une stratégie de politique monétaire alternative. Ce résultat, somme toute logique au vu des performances en matière d'inflation des pays émergents cibles d'inflation, ne permet toutefois pas véritablement de juger du pouvoir d'ancrage des anticipations des banques centrales ayant adopté ce cadre de politique monétaire. Pour cela, comme nous l'avons souligné ci-dessus, il conviendrait plutôt d'analyser l'évolution des ces anticipations suite à un choc inflationniste exogène. Deux articles (FMI [2008], Habermeier *et al.* [2009]) ont examiné cette question en se basant sur la poussée inflationniste intervenue à la fin de l'année 2007 et au début de l'année 2008 liée à la forte hausse du cours des matières premières. Les résultats de ces études révèlent que la plupart des pays émergents cibles d'inflation ont réussi à contenir les anticipations d'inflation à des niveaux relativement bas et proches de leur cible d'inflation, synonyme d'un certain degré de crédibilité des autorités monétaires des ces économies. Ces résultats sont cohérents avec ceux trouvés par Mishkin et Schmidt-Hebbel [2007], qui montrent que la réaction de l'inflation à un choc sur le prix du pétrole est plus faible et moins persistante au sein des pays cibles d'inflation que des non-cibles, et ce plus particulièrement pour les économies émergentes.

Dans le prolongement de ces études, certains travaux empiriques ont cherché à approfondir l'étude du comportement des anticipations inflationnistes en régime de ciblage d'inflation, en analysant dans quelle mesure l'adoption d'un tel cadre de politique monétaire avait permis de réduire la dispersion des anticipations d'inflation. Parmi ces articles, on retrouve notamment celle de Capistrán et Ramos-Francia [2010] portant sur un panel de 25 pays industrialisés et émergents, dont 14 pays cibles d'inflation. Les investigations empiriques menées par Capistrán et Ramos-Francia [2010] mettent en évidence une relation négative et significative entre la variable binaire capturant la poursuite d'une stratégie de ciblage d'inflation et le degré de dispersion des anticipations, en particulier au sein des économies émergentes. Les résultats obtenus par Capistrán et Ramos-Francia [2010] suggèrent toutefois que cet effet n'est pas immédiat, le processus de convergence des anticipations n'intervenant qu'à partir de la troisième année suivant l'adoption du ciblage d'inflation.

Ce pilotage réussi des anticipations d'inflation au sein des pays émergents cibles d'inflation peut s'expliquer par une transparence accrue et une politique de communication active des banques centrales de ces pays. Prolongeant l'étude de Capistrán et Ramos-Francia [2010], Crowe [2010] a alors

cherché à analyser dans quelle mesure cette transparence accrue induite par l'adoption du ciblage d'inflation avait permis de réduire les erreurs d'anticipation des prévisionnistes, mesurées comme la différence entre l'inflation anticipée à un an et l'inflation effectivement observée l'année suivante. Les résultats obtenus par Crowe [2010] montrent que l'adoption du ciblage d'inflation a permis de réduire les erreurs d'anticipation d'inflation, et plus particulièrement celles des prévisionnistes qui fournissaient avant l'adoption du ciblage d'inflation les anticipations les plus médiocres.

Enfin, une direction complémentaire aux travaux précédemment cités a été prise par Levieuge *et al.* [2015]. Partant de la définition de la crédibilité proposée par Cukierman et Meltzer [1996], selon laquelle la crédibilité d'une autorité monétaire peut être jugée à l'écart des anticipations d'inflation par rapport à la cible, ces auteurs proposent un nouvel indicateur de crédibilité qu'ils appliquent à l'ensemble des pays émergents cibles d'inflation. Les résultats qu'ils obtiennent suggèrent un niveau de crédibilité relativement élevé des banques centrales de ces pays, même si cette crédibilité a été plus difficile à acquérir pour certains pays. Surtout, ils montrent qu'un fort degré de crédibilité de la banque centrale est associé à une plus faible volatilité de l'instrument de politique monétaire, suggérant un canal des anticipations plus efficace lorsque l'autorité monétaire est crédible, et donc au final une transmission plus efficace de la politique monétaire.

Les résultats des différentes études empiriques discutées ci-dessus traduisent globalement un effet bénéfique de l'adoption du ciblage d'inflation sur la crédibilité et l'efficacité de la politique monétaire des économies émergentes ayant adopté ce cadre de politique monétaire. Cependant, comme le suggèrent Habermeier *et al.* [2009], il semblerait que les performances économiques des pays émergents cibles d'inflation ne soient pas homogènes. Cette hétérogénéité peut s'expliquer par des degrés d'exposition aux chocs exogènes différents, mais également par une plus ou moins grande familiarité avec un environnement d'inflation stable. Comme tout effet de réputation, l'acquisition de la crédibilité par une autorité monétaire est un processus de long terme, qui peut néanmoins être accéléré par la mise en place d'arrangements institutionnels visant à asseoir la crédibilité de la banque centrale dans la conduite de sa politique monétaire. Parmi ces arrangements figurent au premier l'indépendance et la transparence de la banque centrale, même si comme l'ont montré Alichì *et al.* [2009], les performances économiques suivant l'adoption du ciblage d'inflation jouent aussi un rôle clé dans l'acquisition de cette crédibilité. Plus généralement, il est avancé dans la littérature qu'au-delà du simple cadre de la politique monétaire, l'environnement institutionnel, macroéconomique et financier a pu avoir un impact sur les performances macroéconomiques du ciblage d'inflation au sein des économies émergentes. En effet, comme nous l'avons précédemment souligné, pour être efficace l'adoption du ciblage d'inflation requiert théoriquement le respect d'un ensemble de préconditions économiques et institutionnelles.

Une littérature empirique s'est alors naturellement développée autour de cette question du rôle des institutions dans les performances macroéconomiques du régime de ciblage de l'inflation. Bien qu'encore peu abondant, ce champ de la littérature initié par Albagli et Schmidt-Hebbel [2004] et Gosselin [2007], et approfondi par Hove *et al.* [2011], a cherché à examiner les facteurs susceptibles d'expliquer les écarts de l'inflation par rapport à la cible poursuivie par la banque centrale. Parmi les facteurs potentiellement liés aux échecs des banques centrales dans l'atteinte de leur cible d'inflation, Albagli et Schmidt-Hebbel [2004] et Gosselin [2007] se sont principalement concentrés sur les caractéristiques du cadre d'application de la politique monétaire. Ainsi, les résultats de ces deux études

indiquent notamment que l'amplitude des écarts de l'inflation par rapport à la cible serait d'autant plus faible que la banque centrale est indépendante, tandis que le degré de transparence semble quant à lui ne jouer aucun rôle. Albagli et Schmidt-Hebbel [2004] et Gosselin [2007] montrent également qu'il existe un lien positif entre le niveau d'inflation cible, l'amplitude de la fourchette-cible et, les écarts de l'inflation observée par rapport à la cible. Pour ces auteurs, le fait que ce soit les banques centrales dotées des cibles d'inflation les plus élevées qui échouent le plus dans l'atteinte de leur cible est le signe d'une faible crédibilité de ces autorités monétaires dans la conduite de leur politique monétaire. Concernant l'environnement macroéconomique et financier, Gosselin [2007] trouve que l'amplitude des écarts de l'inflation par rapport à la cible augmente avec la volatilité du taux de change et l'importance du déficit public, alors que le niveau de développement financier ne semble pas influencer significativement ces écarts.

Adoptant une approche empirique sensiblement différente de celle retenue par Albagli et Schmidt-Hebbel [2004] et Gosselin [2007], Hove *et al.* [2011] ont cherché à approfondir l'examen du rôle des institutions dans les performances des pays cibles d'inflation, en se focalisant uniquement sur les économies émergentes. Les résultats obtenus par Hove *et al.* [2011] confirment la relation trouvée par Gosselin [2007] concernant l'indépendance de la banque centrale et la politique budgétaire. En outre, contrairement à Gosselin [2007], ils montrent que le niveau de développement du secteur bancaire et financier influence positivement la probabilité qu'une banque centrale atteigne l'objectif d'inflation qui lui a été assigné, du fait notamment d'une meilleure transmission de la politique monétaire via le canal du taux d'intérêt.

La majorité des travaux empiriques s'accordent donc pour mettre en évidence un impact positif de l'adoption du ciblage d'inflation sur la crédibilité de la banque centrale dans la conduite de sa politique monétaire. Malgré tout, il ressort des quelques études qui ont traité de cette question que cette crédibilité, et donc au final l'efficacité de la politique monétaire en termes de stabilité des prix, est fortement dépendante du cadre institutionnel qui accompagne l'adoption et la poursuite d'une stratégie de ciblage de l'inflation. Ce constat est d'autant plus vrai pour les économies émergentes, dont les carences institutionnelles peuvent être un obstacle à un ancrage efficace des anticipations d'inflation, en particulier lorsqu'apparaît un conflit entre l'objectif interne de stabilisation de l'inflation et l'objectif externe de stabilisation du taux de change.

## **5. Ciblage d'inflation et politique de change**

Comme nous l'avons mentionné précédemment, la flexibilité du taux de change est une des préconditions théoriquement requises pour l'adoption du ciblage d'inflation. Pour certains auteurs, tels que Masson *et al.* [1997], il s'agit même d'un pré-requis essentiel. Car, en ciblant simultanément l'inflation et le change à l'aide d'un même instrument, le taux d'intérêt, une banque centrale peut être confrontée à ce qu'il est commun d'appeler un conflit d'objectifs [Tinbergen, 1952]. Ce dernier peut par exemple se caractériser par une situation dans laquelle la banque centrale, au vu de la conjoncture économique et de ses prévisions d'inflation, se devrait de baisser son taux d'intérêt directeur, mais ne le fait pas par crainte d'une dépréciation du taux de change. Il y a dans ce cas conflit entre l'objectif externe et l'objectif interne de la politique monétaire. Dans le cadre plus précis du ciblage d'inflation, ce

conflit d'objectifs est d'autant plus problématique que l'objectif d'inflation est l'objectif prioritaire de la banque centrale, et que cette dernière doit rendre publiquement des comptes sur la réalisation de l'objectif chiffré d'inflation qui lui a été assigné. Dès lors, si une banque centrale est amenée à privilégier l'objectif externe au détriment de l'objectif d'inflation, alors qu'aucune justification en termes de stabilité des prix ne peut être avancée, cela peut à terme nuire à la crédibilité de la politique monétaire et à sa capacité d'ancrage des anticipations.

Malgré cela, nombre de pays émergents cibles d'inflation semblent avoir fait le choix de continuer à cibler le taux de change en menant une politique de flottement géré. C'est en tout cas ce qui ressort d'un certain nombre d'études empiriques ayant analysé cette question, notamment en estimant des règles de Taylor augmentées du taux de change. L'étude pionnière de Mohanty et Klau [2004] suggèrent par exemple que sur les onze pays émergents cibles d'inflation considérés, seuls deux (la Pologne et la République Tchèque) ne semblent pas répondre aux variations du taux de change effectif réel. Toutefois, les estimations portant sur la période pré- et post-adoption du ciblage d'inflation, les résultats de cette étude sont difficilement exploitables dans la mesure où l'adoption du ciblage d'inflation a potentiellement pu impacter le comportement des banques centrales en question, et plus particulièrement l'importance qu'elles auraient pu accorder au taux de change.

Dans la lignée de cette étude, certains travaux ont cherché à généraliser les conclusions de Mohanty et Klau [2004] à partir d'une approche sur données de panel. Parmi ces travaux, on retrouve notamment Aizenman *et al.* [2011] et Ghosh *et al.* [2015]. L'étude d'Aizenman *et al.* [2011] portent sur un échantillon de 16 économies émergentes, dont 11 pays cibles d'inflation. En outre, contrairement à Mohanty et Klau [2004], les auteurs ne considèrent que la période post-adoption pour les pays cibles. Estimant une règle de Taylor augmentée du taux de change effectif réel pour ces deux échantillons de pays, cibles et non-cibles d'inflation, Aizenman *et al.* [2011] trouvent que les banques centrales de ces deux catégories de pays répondent aux variations du change. Cependant, il semblerait que les autorités monétaires ne ciblant pas l'inflation réagissent plus fortement au change que les banques centrales des pays cibles d'inflation. Ainsi, les résultats montrent que face à une dépréciation du taux de change effectif réel d'un point de pourcentage, les banques centrales des pays non-cibles d'inflation augmentent leur taux d'intérêt de court terme de 13 points de base, alors que cette augmentation n'est que de 7 points de base pour les cibles d'inflation. Comme l'avancent Aizenman *et al.* (2011), un tel résultat pourrait s'expliquer par une plus forte réactivité des autorités monétaires des pays cibles d'inflation aux variations de l'inflation, dont c'est l'objectif prioritaire. En d'autres termes, la stabilisation du change ne serait qu'un objectif de second rang pour les pays émergents cibles d'inflation.

L'étude conduite par Ghosh *et al.* [2015] se concentre quant à elle uniquement sur les pays émergents cibles d'inflation et porte sur la période post-adoption. Malgré des différences notables dans la spécification de la règle de Taylor, les résultats qu'ils obtiennent confortent les conclusions d'Aizenman *et al.* [2011]. Ainsi, les résultats suggèrent que face à une appréciation du taux de change effectif réel, les autorités monétaires baissent leur taux d'intérêt de court terme afin d'éviter un désalignement persistant de la valeur externe de leur monnaie. Au-delà de l'instrument du taux d'intérêt, Ghosh *et al.* [2015] montrent que les banques centrales des pays émergents cibles d'inflation

interviennent également directement sur le marché des changes, ce qui confirme la volonté des autorités monétaires de gérer activement le taux de change.

Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer cette « peur du flottement » (Calvo et Reinhart [2002]), c'est-à-dire la réticence des banques centrales de ces pays à laisser flotter librement leur taux de change. Deux semblent toutefois particulièrement importantes dans le cadre des économies émergentes, et révèlent plus spécifiquement une peur de la dépréciation du taux de change. La première raison renvoie à la structure particulière de l'endettement des pays émergents. En effet, comparativement aux économies développées, les économies émergentes sont caractérisées par un niveau de développement financier relativement faible, ce qui se traduit généralement par un niveau d'endettement extérieur important. Cet endettement extérieur ne poserait pas de problème particulier si ces pays pouvaient emprunter dans leur propre monnaie sur les marchés internationaux de capitaux. Or, comme l'ont mis en avant Eichengreen et Hausmann [1999], les pays émergents sont généralement victimes de ce qu'ils ont appelé le « péché originel », expression caractérisant le fait que ces pays éprouvent des difficultés à émettre des titres en monnaie nationale sur les marchés internationaux, dont la conséquence est une prépondérance de l'emprunt en devises étrangères dans la structure de leurs emprunts.

Ce degré important de dollarisation de la dette implique dès lors une très forte sensibilité des bilans des firmes, des banques et des ménages, ainsi que du budget du gouvernement, aux fluctuations du taux de change. Une forte dépréciation du change est alors synonyme pour les pays émergents d'une profonde détérioration des bilans des banques et de la situation budgétaire du gouvernement, qui voient le coût du service de la dette croître, avec un risque prononcé de forte instabilité financière, voire même d'effondrement complet du système bancaire (Mishkin [1997]). Comme le montrent les résultats de l'étude conduite par Hausmann *et al.* [2001], la volatilité du taux de change a tendance à décroître avec le degré de dollarisation de la dette, signe d'une « peur du flottement » plus prononcée et d'une gestion relativement plus active du taux de change. Le risque de cette gestion active et de la relative stabilité du change qui en découle est d'alimenter en retour la dollarisation, avec un risque de change moindre pour les résidents, qui seront alors incités à davantage s'endetter en devises étrangères. Pour Honohan et Shi [2001], l'aléa moral associé à la stabilité du change enclencherait un véritable « cercle vicieux » de la dollarisation pour ces économies.

La seconde raison est liée au fait qu'une dépréciation du taux de change peut affecter les prix domestiques, à travers notamment un renchérissement des biens et services importés, ce qui se traduira par une hausse du niveau général des prix. Une dépréciation du change peut également se transmettre aux prix domestiques via un phénomène de report sur les biens produits nationalement, du fait d'un changement des prix relatifs entre biens domestiques et biens étrangers. Cette hausse de la demande destinée aux biens domestiques aura alors pour effet d'augmenter la demande globale et, sous certaines conditions, d'exacerber les tensions inflationnistes. Ces deux effets conjugués vont en outre amener les agents privés à réviser leurs anticipations d'inflation à la hausse, qui vont se répercuter sur les contrats de prix et de salaire, et ainsi à terme affecter le niveau général des prix de l'économie. Dans ce cas, la gestion active du change vient en soutien de l'objectif de stabilisation de l'inflation, et il n'y a donc pas de conflit entre l'objectif interne de stabilité des prix et l'objectif externe de stabilisation du change (Edwards [2006]).



Partant de ce constat, un certain nombre de travaux théoriques ont cherché à analyser sous quelles conditions le ciblage du change pouvait être justifiée et, si ce ciblage simultanée de l'inflation et du taux de change pouvait être coûteux en termes de volatilité des prix et de la production. On retrouve en particulier un grand nombre d'études ayant cherché à analyser dans quelle mesure le niveau de dollarisation de la dette, et plus généralement le degré de vulnérabilité financière d'une économie, pouvait justifier une gestion active du change. Ces travaux sont toutefois arrivés à des résultats contradictoires. En effet, alors que certains préconisent le recours à une parfaite flexibilité des changes (Céspedes *et al.* [2004], Cavoli et Rajan [2006], Batini *et al.* [2010]), d'autres montrent au contraire que l'inclusion du change dans la règle de taux d'intérêt peut être bénéfique en termes de volatilité de l'inflation et de l'output pour les économies affichant un degré de vulnérabilité financière élevé (Moron et Winkelried [2005], Garcia *et al.* [2011]). Les conclusions de Moron et Winkelried [2005] et de Garcia *et al.* [2011] confirment par conséquent, qu'au-delà de l'argument de transmission du change aux prix domestiques, la gestion du taux de change peut se justifier et être bénéfique lorsqu'une économie est victime du « péché originel » et est fortement dollarisée. Dès lors, il semblerait que la question du conflit d'objectifs ne se pose pas véritablement pour cette catégorie de pays.

## Conclusion

L'objectif de cet article était de passer en revue les débats qui entourent l'adoption et la conduite d'une politique de ciblage d'inflation par les pays émergents. En effet, malgré un engouement croissant de ces économies pour cette stratégie de politique monétaire, son adoption par cette catégorie de pays pose toujours un certain nombre de questions. L'âpre débat entre économistes et praticiens de la politique monétaire en est la parfaite illustration. Pour certains, l'adoption du ciblage d'inflation par les pays émergents semblait prématurée, voire inappropriée, en raison notamment des carences institutionnelles qui caractérisent ces économies, faisant craindre pour la crédibilité et l'efficacité de ce régime monétaire. D'autres au contraire, s'appuyant sur les relatives bonnes performances des pays industrialisés cibleurs d'inflation, voyaient en cette adoption un bon moyen de juguler l'inflation au sein des économies émergentes, mais également l'opportunité pour les banques centrales de ces pays de discipliner le cadre d'application de leur politique monétaire.

Les résultats prometteurs des pays émergents cibleurs d'inflation semblent toutefois donner raison aux partisans de cette stratégie de politique monétaire. En effet, comme le suggèrent les principaux résultats de la littérature empirique, l'adoption du ciblage d'inflation a permis aux économies émergentes de converger vers une plus grande stabilité des prix, sans forcément engendrer une volatilité accrue de l'activité économique. Au-delà du cadre propre de conduite de la politique monétaire qu'offre le ciblage d'inflation, ces performances sont également attribuables aux réformes institutionnelles qu'ont entrepris les autorités de ces pays afin de garantir la crédibilité et l'efficacité de leur politique monétaire.

Bien entendu, ces résultats encourageants ne doivent pas faire oublier les nombreuses questions qui restent en suspens quant à la conduite d'une politique de ciblage d'inflation dans le cadre particulier des économies émergentes. Comme nous le rappelons dans cet article, la question de la

gestion du change et du conflit d'objectifs sous-jacent est une de ces questions. Malheureusement, la littérature académique, très divisée à ce sujet, n'apporte pas de réponse franche à cette question.

Au-delà de la question de la gestion du change, un certain nombre de défis majeurs attendent les pays émergents cibleurs d'inflation, notamment suite à la récente crise économique et financière. Tout d'abord, comme le montre l'expérience récente de certains pays émergents cibleurs d'inflation, tels que la Pologne, ces pays ne sont pas à l'abri de la déflation. Cette situation, inédite pour les pays émergents cibleurs d'inflation, amène à s'interroger sur la capacité d'un tel cadre de politique monétaire à ancrer efficacement les anticipations d'inflation dans un environnement de faible inflation et de contraction de l'activité économique. En outre, comme l'avancent Blanchard *et al.* [2010], il convient également de repenser le niveau des cibles d'inflation, une cible d'inflation plus élevée en temps normal permettant d'augmenter les marges de manœuvre des autorités monétaires en cas de choc.

Enfin, la récente crise a brutalement étendu les missions des banques centrales à la prise en compte de la stabilité financière, et montré la nécessité de se doter d'un pilier macroprudentiel venant compléter la supervision microprudentielle afin de lutter contre le risque systémique. L'articulation du pilier macroprudentiel avec l'objectif historique de stabilité monétaire représente aujourd'hui un défi majeur pour les autorités monétaires, dont l'élargissement du mandat fait planer le spectre d'un potentiel conflit d'objectifs entre stabilité monétaire et financière. En outre, on peut également, s'attendre à ce que la modification du cadre réglementaire du système bancaire et financier modifie les canaux de transmission de la politique monétaire et donc affecte, au moins provisoirement, la capacité des banques centrales à contrôler efficacement le niveau général des prix. Bien que ce défi concerne l'ensemble des banques centrales à travers le monde, il est particulièrement ardu en ce qui concerne les cibleurs d'inflation, dont la stabilité des prix est l'objectif prioritaire et sur laquelle repose leur crédibilité. Dès lors, il est clair que le ciblage d'inflation sera amené à évoluer au cours des prochaines années afin de prendre en considération les leçons de l'expérience récente. Pour autant, contrairement à ce qu'avancent certains économistes (voir, par exemple, Reichlin et Baldwin [2013]), il n'est pas certain que le ciblage d'inflation soit mort.

## Références

- S. Abo-Zaid et D. Tuzemen [2012] : *Inflation targeting : A three-decade perspective*, **Journal of Policy Modeling**, vol. 34 n°5, 621-645.
- J. Aizenman, M. Hutchinson et I. Noy [2011] : *Inflation targeting and real exchange rates in emerging markets*, **World Development**, vol. 39 n°5, pp. 712-724.
- E. Albagli et K. Schmidt-Hebbel [2004] : *By how much and why do inflation targeters miss their targets?*, Mimeo, Santiago: Banco Central de Chile.
- A. Alich, H. Chen, K. Clinton, C. Freedman, M.J. Johnson, O. Kamenik, T. Kisinbay et D. Laxton [2009] : *Inflation-forecast targeting under imperfect policy credibility*, IMF Working Paper 09/94. International Monetary Fund, Washington D.C.
- J.D. Amato et S. Gerlach [2002] : *Inflation targeting in emerging market and transition economies : Lessons after a decade*, **European Economic Review** vol. 46 n°4-5, 781-790.
- A. Angeriz et P. Arestis [2008] : *Assessing inflation targeting through intervention analysis*, **Oxford Economic Papers**, vol. 60 n°2, pp. 293-317.
- L. Ball [2010] : *The performance of alternative monetary regimes*, in Friedman B. et M. Woodford (Eds.), **Handbook of Monetary Economics**, vol. 3 n°3, chap. 23, pp. 1303-1343. Amsterdam: Elsevier Science, North-Holland.
- L. Ball et N. Sheridan [2003] : *Does inflation targeting matter?*, NBER Working Paper 9577. National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- N. Batini, P. Levine et J. Pearlman [2010] : *Monetary rules in emerging economies with financial market imperfections*, in Gali J. et M. Gertler (Eds.), **International Dimensions of Monetary Policy**, chap. 5, pp. 251-311, Chicago University Press.
- B. Bernanke et F.S. Mishkin [1997] : *Inflation targeting : A new framework for monetary policy?*, **Journal of Economic Perspectives**, vol. 11 n°2, pp. 97-116.
- O. Blanchard [2004] : *Fiscal dominance and inflation targeting : Lessons from Brazil*, NBER Working Paper 10389. National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- O. Blanchard, G. Dell'Ariccia et P. Mauro [2010] : *Rethinking macroeconomic policy*, **Journal of Money, Credit and Banking**, vol 42, pp. 199-215.
- C. Bordes [2007] : **La Politique Monétaire**, Repères n°479, Editions La Découverte.
- R.D. Brito et B. Bystedt [2010] : *Inflation targeting in emerging economies : Panel evidence*, **Journal of Development Economics**, vol. 91 n°2, pp. 198-210.
- G. Calvo et C. Reinhart [2002] : *Fear of floating*, **Quarterly Journal of Economics**, vol. 117 n°2, pp. 379-408.

C. Capistrán et M. Ramos-Francia [2010] : *Does inflation targeting affect the dispersion of inflation expectations?*, **Journal of Money, Credit and Banking**, vol. 42 n°1, pp. 113-134.

A. Carare et M.R. Stone [2006] : *Inflation targeting regimes*, **European Economic Review** vol. 50 n°5, pp. 1297-1315.

A. Carare, A. Schaechter, M.R. Stone et M. Zelmer [2002] : *Establishing initial conditions in support of inflation targeting*, IMF Working Paper 02/102. International Monetary Fund, Washington D.C.

T. Cavoli et R. Rajan [2006] : *Monetary policy rules for small and open developing economies: A counterfactual policy analysis*, **Journal of Economic Development**, vol. 31 n°1, pp. 89-111.

L. Céspedes, R. Chang et A. Velasco [2004] : *Balance sheets and exchange rates policy*, **American Economic Review**, vol. 94 n°4, pp. 1183-1193.

C. Crowe [2010] : *Testing the transparency benefits of inflation targeting : Evidence from private sector forecasts*, **Journal of Monetary Economics**, vol. 57 n°2, pp. 226-232.

A. Cukierman et A. Meltzer [1986] : *A theory of ambiguity, credibility and inflation under discretion and asymmetric information*, **Econometrica**, vol. 54 n°5, pp. 1099-1128.

I. de Carvalho Filho [2011] : *28 months later : How inflation targeters outperformed their peers in the great recession*, **The B.E. Journal of Macroeconomics**, vol. 11 n°1, article 22.

I. de Carvalho Filho [2010] : *Inflation targeting and the crisis : An empirical assessment*, IMF Working Paper 10/45. International Monetary Fund, Washington D.C.

G. Debelle et S. Fischer [1994] : *How independent should a central be?*, Working Papers in Applied Economic Theory 94-05. Federal Reserve Bank of San Francisco.

H.F. de Mendonça et G.J. de Guimarães e Souza [2012] : *Is inflation targeting a good remedy to control inflation?* **Journal of Development Economics**, vol. 98 n°2, pp. 178-191.

S. Edwards [2006] : *The relationship between exchange rates and inflation targeters revisited*, NBER Working Paper 12163. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

B. Eichengreen et R. Hausmann [1999] : *Exchange rates and financial fragility*, NBER Working Paper 7418. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

B. Eichengreen, P.R. Masson, M.A. Savastano et S. Sharma [1999] : *Transition strategies and nominal anchors on the road to greater exchange-rate flexibility*, Essays in International Economics 213, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.

FMI [2008] : *Is inflation back? Commodity prices and inflation*, World Economic Outlook, Octobre 2008, chap. 3, pp. 83-128. International Monetary Fund, Washington D.C.

FMI [2005] : *Does inflation targeting work in emerging markets?*, World Economic Outlook, Septembre 2005, chap. 4, pp. 161-186. International Monetary Fund, Washington D.C.

A. Fouejieu [2013] : *Coping with the recent financial crisis : Did inflation targeting make any difference?*, **International Economics**, vol. 133, pp. 72-92.

J. Frankel [2012] : The death of inflation targeting, Project Syndicate, 16 May 2012.

C. Freedman et I. Ötker-Robe [2010] : *Important elements for inflation targeting for emerging economies*, IMF Working Paper 10/113. International Monetary Fund, Washington D.C.

C. Freedman et D. Laxton [2009] : *Inflation targeting pillars : Transparency and accountability*, IMF Working Paper 09/262. International Monetary Fund, Washington D.C.

C.J. Garcia, J.E. Restrepo et S. Roger [2011] : *How much should inflation targeters care about the exchange rate?*, **Journal of International Money and Finance**, vol. 30 n°7, pp. 1590-1617.

E.R. Gemayel, S. Jahan et A. Peter [2011] : *What can low-income countries expect from adopting inflation targeting?*, IMF Working Paper 11/276. International Monetary Fund, Washington D.C.

M. Gertler [2005] : Commentaires sur l'article de L. Ball et N. Sheridan "Does Inflation Targeting Matter?", in Bernanke B.S. et M. Woodford (Eds.), **The Inflation Targeting Debate**, Chicago University Press.

A.R. Ghosh, J.D. Ostry et M. Chamon [2015] : *Two targets, two instruments : Monetary and exchange rate policies in emerging market economies*, **Journal of International Money and Finance**, à paraître.

C.E.S. Gonçalves et J.M. Salles [2008] : *Inflation targeting in emerging economies : What do the data say?*, **Journal of Development Economics**, vol. 85 n°1-2, pp. 312-318.

M-A. Gosselin [2007] : *Central bank performance under inflation targeting*, Bank of Canada Working Paper 2007-18. Bank of Canada.

K. Habermeier, I. Ötker-Robe, L. Jacome, A. Giustiniani, K. Ishi, D. Vavra, T. Kişinbay et F. Vazquez [2009] : *Inflation pressures and monetary policy options in emerging and developing countries – A cross regional perspective*, IMF Working Papers 09/1. International Monetary Fund, Washington D.C.

R. Hausmann, U. Panizza et E. Stein [2001] : *Why do countries float the way they float?*, **Journal of Development Economics**, vol. 66 n°2, pp. 387-414.

P. Honohan et A. Shi [2001] : *Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies*, World Bank Policy Research Working Paper 2748. The World Bank, Washington D.C.

S. Hove, A. Touna Mama et F. Tchana Tchana [2011] : *Do monetary, fiscal and financial institutions really matter for inflation targeting in emerging market economies?*, ERSA Working Paper 247. Economic Research Southern Africa.

J. Jonas et F.S. Mihskin [2005] : *Inflation targeting in transition economies : Experiences and prospects*, in Bernanke B.S. et M. Woodford (Eds.), **The Inflation Targeting Debate**, chap. 9, pp. 353-422, Chicago University Press.

M.S. Khan [2003] : *Current issues in the design and conduct of monetary policy*, IMF Working Paper 03/56. International Monetary Fund, Washington D.C.

F.E. Kydland et E.C. Prescott [1977] : *Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans*, **Journal of Political Economy**, vol. 85 n°3, pp. 473-491.

G. Leveuge, Y. Lucotte et S. Ringuedé [2015] : *Central bank credibility and the expectations channel : Evidence based on a new credibility index*, à paraître dans National Bank of Poland WP Series.

G. Leveuge et Y. Lucotte [2014] : *Les ciblesurs d'inflation sont-ils monomaniaques?*, **Revue Française d'Economie**, vol. XXVIII n°4, pp.49-81.

S. Lin et H. Ye [2012] : *What to target? Inflation or exchange rate?* **Southern Economic Journal**, vol. 78 n°4, pp. 1202-1221.

S. Lin et H. Ye [2009] : *Does inflation targeting make a difference in developing countries?* **Journal of Development Economics**, vol. 89 n°1, pp. 118-123.

S. Lin et H. Ye [2007] : *Does inflation targeting really make a difference? Evaluating the treatment effect of inflation targeting in seven industrial countries*, **Journal of Monetary Economics**, vol. 54 n°8, pp. 2521-2533.

O. Loisel [2006] : *La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne*, Bulletin de la Banque de France n°149, Mai 2006, pp. 21-32.

P.R. Masson, M.A. Savastano et S. Sharma [1997] : *The scope for inflation targeting in developing countries*, IMF Working Paper 97/130. International Monetary Fund, Washington D.C.

F.S. Mishkin [2004] : *Can inflation targeting work in emerging market countries?*, NBER Working Paper 10646. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

F.S. Mishkin [2000] : *Inflation Targeting in Emerging-Market Countries*, **American Economic Review**, vol. 90 n°2, pp. 105-109.

F.S. Mishkin [1997] : *Understanding financial crises : A developing country perspective*, NBER Working Paper 5600. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

F.S. Mishkin et K. Schmidt-Hebbel [2007] : *Does inflation targeting make a difference?*, NBER Working Paper 12876. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

F.S. Mishkin et K. Schmidt-Hebbel [2001] : *One decade of inflation targeting in the world : What do we know and what do we need to know?*, NBER Working Paper 8397. National Bureau of Economic Research, Cambridge.

M.S. Mohanty et M. Klau [2004] : *Monetary policy rules in emerging market economies : Issues and evidence*. BIS Working Papers n°149, Bank for International Settlements.

E. Moron et D. Winkelried [2005] : *Monetary policy rules for financially vulnerable economies*, **Journal of Development Economics**, vol. 76 n°1, pp. 23-51.

A. Penot et J-P. Pollin [1999] : *Construction d'une règle monétaire pour la zone euro*, **Revue Économique**, vol. 50 n°3, pp. 535-546.

M. Petreski [2014] : *Inflation targeting at the crossroads : Evidence from post-communist economies during the crisis*, **Communist and Post-Communist Studies**, vol. 47 n°2, pp. 247-260.

T.G. Péturson [2009] : *Inflation control around the world : Why are some countries more successful than others?*, Central Bank of Iceland Working Paper n°42.

L. Reichlin et R. Baldwin [2013] : **Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis**, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.

G.D. Rudebusch et L.E.O Svensson [1999] : *Policy Rules for Inflation Targeting*, in Taylor J.B (Ed.), **Monetary Policy Rules**, chap. 5, pp. 203-262. Chicago University Press.

T.J. Sargent et N. Wallace [1981] : *Some unpleasant monetarist arithmetic*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Automne 1981, pp. 1-17.

A. Schaechter, M.R. Stone et M. Zelmer [2000] : *Adopting inflation targeting: Practical issues for emerging market countries*. IMF Occasional Paper 202. International Monetary Fund, Washington D.C.

P. Siklos et I. Abel [2002] : *Is Hungary ready for inflation targeting?*, **Economic Systems**, vol. 26 n°4, pp. 309-333.

L.E.O. Svensson [2010] : *Inflation Targeting*, in Friedman B. et M. Woodford (Eds.), **Handbook of Monetary Economics** vol. 3 n°3, chap. 22, pp. 1237-1302. Amsterdam: Elsevier Science, North-Holland.

L.E.O. Svensson [2002] : *Inflation targeting : Should it be modeled as an instrument rule or a targeting rule?*, **European Economic Review** vol. 46 n°4-5, pp. 771-780.

L.E.O. Svensson [1997] : *Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets*, **European Economic Review**, vol. 41 n°6, pp. 1111-1146.

J. Tinbergen [1952]. **On the Theory of Economic Policy**. Amsterdam: North-Holland.

J-C. Trichet [2006] : Introductory statement with Q&A, European Central Bank, Frankfurt am Main, 31 August 2006.

E.M. Truman [2003] : **Inflation Targeting in the World Economy**, Institute for International Economics, Washington D.C.

L. Willard [2012] : *Does inflation targeting matter? A reassessment*, **Applied Economics**, vol. 44 n°17, pp. 2231-2244.

J. Woo [2003] : *Economic, political and institutional determinants of public deficits*, **Journal of Public Economics**, vol. 87 n°3-4, pp. 387-426.