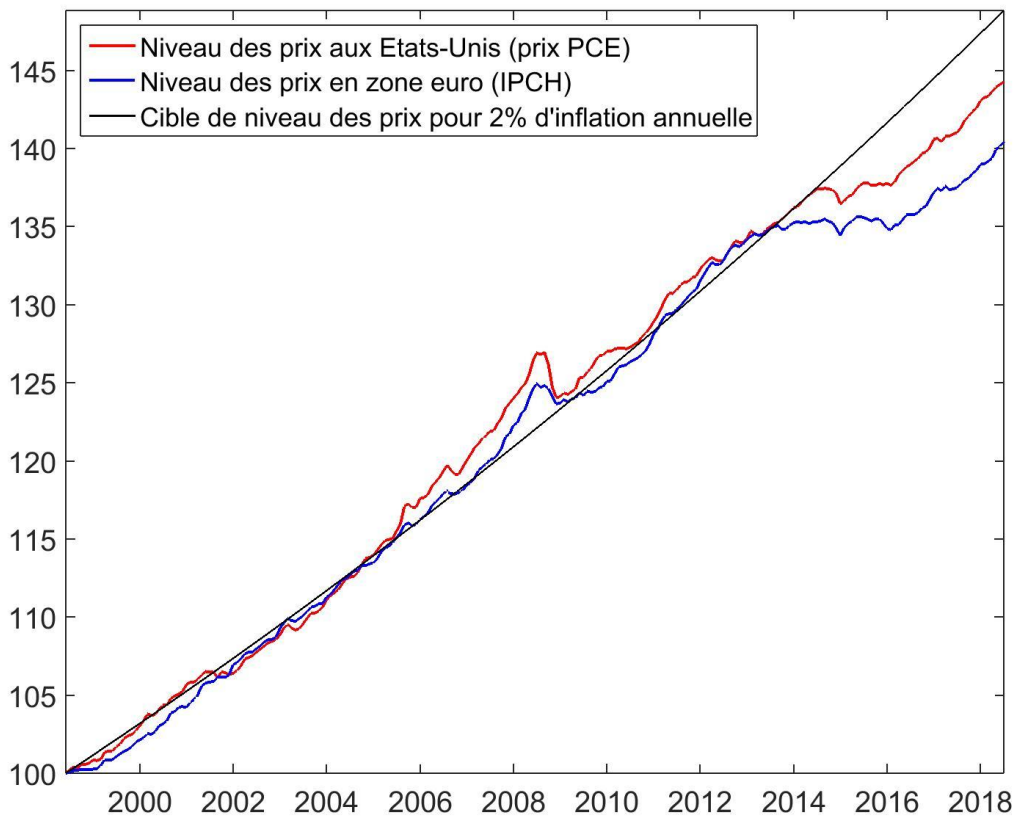


Cibler le niveau des prix : la future politique conventionnelle de la Fed ?

Par [Stéphane Dupraz](#)

Plusieurs experts renommés au sein de la banque centrale américaine prônent un nouveau cadre de politique monétaire : le ciblage du niveau des prix. De quoi s'agit-il, et quels sont ses avantages et ses inconvénients par rapport au cadre actuel de ciblage de l'inflation ? Son principal mérite serait d'intégrer la politique de maintien de taux bas après une récession – outil jusqu'alors non conventionnel – dans un cadre conventionnel.



Graphique 1. Niveaux des prix aux États-Unis et dans la zone euro depuis 1998.

Les lignes rouge et bleue représentent l'évolution effective des prix à la consommation aux États-Unis et dans la zone euro, le niveau de 1998 étant normalisé à 100. La ligne noire donne l'évolution contrefactuelle si l'inflation avait été exactement de 2 % chaque année depuis 1998.

La plupart des banques centrales ont traduit leurs mandats de stabilité des prix en cibles d'inflation – 2 % pour la Fed, inférieure à mais proche de 2 % pour la BCE. Toutefois dans ces définitions quantitatives une ambiguïté subsiste: si l'inflation est de seulement 1 % une année, la banque centrale compensera-t-elle en visant 3 % l'année suivante, ou continuera-t-elle à viser 2 % ? Autrement dit, la politique monétaire s'apparente-elle davantage au tir à l'arc – une flèche tombée sous la cible n'est pas une raison pour tirer la suivante au-dessus – ou au remboursement d'une dette – manquer une échéance impose de la payer la fois suivante ?

La première approche s'appelle cibler l'inflation, et est suivie par les banques centrales depuis l'apparition des cibles d'inflation dans les années 1990. La seconde s'appelle cibler le niveau des prix, car elle assigne une cible pour le niveau que les prix doivent atteindre à terme: s'ils sont de 100 aujourd'hui, 102 dans un an, 104 dans deux ans, etc. Elle n'a été implémentée qu'une fois, [par la Suède dans les années 1930](#), lorsque le débat était entre l'étalon-or et toute autre politique.

Depuis la fin des années 1990 cependant, des considérations théoriques ont amené de nombreux économistes à favoriser le ciblage du niveau des prix. Récemment, plusieurs responsables de la Fed, actuels et anciens, notamment le président de la Fed de New York, [John Williams](#), et l'ancien président de la Fed, [Ben Bernanke](#), ont exprimé leur soutien à diverses versions de cette politique.

Un cadre pour lutter contre les récessions déflationnistes

Le principal argument en faveur du ciblage du niveau des prix est sa possible plus grande efficacité pour prévenir les récessions déflationnistes, menace majeure pour la stabilité des prix ([Eggertsson Woodford, 2003](#)). Quand la banque centrale cible l'inflation, la recette pour maintenir l'inflation sur sa cible est d'ordinaire assez simple: si l'inflation tombe en dessous, réduire le taux d'intérêt nominal auquel les banques empruntent. La répercussion de cette baisse sur les taux aux entreprises et aux ménages stimule la consommation et l'investissement et pousse les prix à la hausse. Cela fonctionne bien en temps normal.

Mais ce cadre présente une lacune : il ne peut faire face à des pressions déflationnistes si importantes qu'elles nécessiteraient de baisser le taux nominal au-dessous de zéro. Malheureusement, c'est le scénario auquel la Fed s'est confrontée en décembre 2008 (et la BCE en juillet 2012). Or, perdre l'outil qui permet d'augmenter l'inflation est un gros problème car une inflation sous sa cible entre facilement dans une spirale : elle alourdit le poids de la dette, ce qui pèse sur la consommation et l'investissement, pousse les prix encore plus à la baisse, et ainsi de suite. Une récession déflationniste s'installe.

Une solution existe néanmoins. La plupart des entreprises et des ménages empruntent sur des horizons longs. Les banques prêtent à des taux longs plus bas si elles peuvent emprunter à des taux plus bas aujourd'hui, mais également si elles savent qu'elles pourront toujours obtenir des fonds à bas coût demain. Cela procure à la banque centrale un

nouveau levier : elle peut s'engager à maintenir les taux bas non seulement pendant la récession, mais également pendant un certain temps *après la récession*. Cela réduit le coût de l'emprunt aujourd'hui et fait augmenter les prix aujourd'hui. Cela fait également augmenter les prix demain, mais un peu d'inflation après la récession est assez pour éviter une spirale déflationniste pendant.

Cette correction à la politique de ciblage de l'inflation s'appelle la [*forward guidance odysseenne*](#), car la banque centrale s'engage à dévier de sa politique habituelle juste après la récession, tout comme Ulysse s'était engagé à ne pas succomber au chant des sirènes. C'est l'un des principaux outils non conventionnels introduits par la Fed depuis 2008. Mais le communiquer est difficile. La Fed a d'abord annoncé qu'elle maintiendrait les taux bas longtemps. Mais ceci signifiait-il qu'elle maintiendrait les taux bas après la récession, ou qu'elle s'attendait à ce que la récession dure longtemps ? Pour lever l'ambiguïté, la Fed est passée en décembre 2012 à annoncer que les taux resteraient bas au moins jusqu'à ce que les prévisions d'inflation soient supérieures de 0,5 point de pourcentage à son objectif de 2 % (entre autres conditions).

Mais tolérer plus d'inflation demain s'il y a moins d'inflation aujourd'hui, c'est l'essence même du ciblage du niveau des prix. C'est pourquoi plusieurs responsables de la Fed y voient la prochaine étape naturelle dans l'évolution de sa *forward guidance*. Une telle politique présenterait tous ses avantages sans communication fastidieuse ni imprévisibilité. Elle transformerait une politique non conventionnelle en politique conventionnelle.

Ciblage du niveau des prix ou ciblage temporaire du niveau des prix ?

Toutefois, certains, comme Ben Bernanke, craignent que cibler le niveau des prix nécessite un resserrement excessif de la politique monétaire en réponse à des chocs inflationnistes temporaires, comme une hausse des prix du pétrole. Il privilégie donc un [*ciblage temporaire du niveau des prix*](#) : cibler le niveau des prix uniquement lorsque les taux sont tombés à zéro, et continuer à cibler l'inflation en temps normal. Ceci fournirait la plupart des avantages du ciblage du niveau des prix, en s'écartant également moins du cadre actuel.

L'inflation deviendrait-elle plus incertaine ?

La stabilité des prix inclut cependant une autre dimension : une inflation facilement prévisible, qui supprime une incertitude financière inutile. Certains (par exemple la [*Banque du Canada 2011*](#)) craignent que cibler le niveau des prix ne rende plus compliqué de prévoir l'inflation - un emprunteur serait obligé de rechercher si la banque centrale a récemment manqué sa cible.

Stricto sensu, toutefois, cela rendrait l'inflation *moins* incertaine ([*Koenig, 2013; Sheedy, 2014*](#)). Prenons l'exemple d'un emprunteur ayant souscrit un prêt à 10 ans en 2013, anticipant une inflation de 2 %. Depuis 2013, l'inflation américaine s'est établie en moyenne à 1,4 %. Si, comme le ciblage d'inflation l'exige, la Fed maintenait l'inflation à 2 % entre 2018 et 2023, l'inflation moyenne sur la période 2013-2023 serait de 1,7 %. En ciblant le niveau des

prix, la Fed maintiendrait l'inflation à 2,6 %, rendant l'inflation moyenne conforme aux anticipations initiales.

Les anticipations d'inflation de long terme resteraient-elles solidement ancrées ?

Les sceptiques craignent également que cibler le niveau des prix mette à mal une condition préalable à la stabilité des prix : l'ancrage des anticipations d'inflation de long terme. En voyant la banque centrale tolérer une inflation au-dessus de sa cible, les entreprises et les ménages ne pourraient-ils pas inférer une nouvelle cible d'inflation, plutôt que la compensation temporaire d'une inflation passée inférieure à la cible ? Pour les partisans du ciblage du niveau des prix, dans le contexte actuel c'est cibler l'inflation qui présente un risque pour l'ancrage des anticipations. Si le public anticipe un avenir fait de récessions avec une inflation sous la cible et d'expansions avec une inflation sur la cible mais jamais au-dessus, les anticipations de long terme se situeront quelque part entre les deux : sous la cible ([Kiley Roberts, 2017](#)).

Au final, la capacité d'une politique à ancrer les anticipations d'inflation dépend de comment le public réagit à son introduction. Et ici se trouve le principal argument en faveur du maintien du ciblage de l'inflation : l'expérience. Au cours des vingt dernières années, il a assez efficacement ancré les anticipations d'inflation. Nous ne saurons si cibler le niveau des prix peut en faire autant (voire mieux) que si une banque centrale le met en œuvre.