

Transparence et ciblage des prévisions d'inflation : Les leçons de la Banque Nationale Tchèque

Marine Charlotte André*

Suite à la crise financière globale de 2008, les banques centrales de l'Union Européenne, parmi d'autres, se sont interrogées sur l'efficacité des outils conventionnels pour faire face au manque de liquidités. Elles cherchent les canaux de transmission les plus efficaces pour mettre en place la politique monétaire non conventionnelle afin de limiter la propagation de la crise à la sphère financière et réelle. La Banque Nationale Tchèque a montré une bonne voie combinant la transparence de la politique monétaire avec un régime de ciblage des prévisions d'inflation.

La crise financière et économique de 2008 a généré une fragilité de la liquidité suite à l'abandon de certaines banques de leur fonction traditionnelle de teneur de marché en raison des contraintes réglementaires accrues comme le remarque en 2015 Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France. Cela a conduit au dysfonctionnement du marché interbancaire et induit une mauvaise transmission des effets de la politique monétaire vers l'économie réelle.

Traditionnellement, après une contraction économique, la banque centrale baisse les taux d'intérêt pour agir sur l'inflation et la production par les canaux de transmission habituels. Cette réponse conventionnelle n'a pas pu avoir l'efficacité espérée puisque la crise récente a généré le problème du « *zero lower bound* »¹ dans un contexte où la banque centrale s'efforce de pallier le manque de liquidité sur le marché interbancaire et dans le système économique. En effet, lorsque les taux d'intérêt de court terme nominaux sont très proches de zéro, ils peuvent conduire au problème de trappe à liquidité et à plus long terme, déterminer une diminution de la consommation et un taux de chômage élevé.

Avant la crise, la plupart des banques centrales ont adopté le régime de ciblage d'inflation.²

¹ Le Japon avait déjà été confronté à cette situation dans les années 1990.

² Politique qui les contraint à respecter une cible d'inflation, que ce soit une valeur numérique fixe ou

Comme le taux d'intérêt nominal ne peut plus diminuer lorsque la borne est atteinte et que les politiques conventionnelles via les taux d'intérêt et de change réels n'ont qu'un effet très faible, il est nécessaire d'envisager d'autres mesures de politique monétaire. La possibilité d'augmenter la cible d'inflation est exclue par la plupart des banques centrales et des économistes car elle entraînerait davantage de volatilité et d'incertitude dans l'économie (Bernanke 2010 et Woodford 2012). Ces mesures alternatives peuvent cibler d'autres canaux de transmission afin d'avoir un impact significatif sur le niveau d'activité et l'inflation. Certaines banques centrales³ ont osé mettre en place une politique agissant sur les anticipations d'inflation des agents privés pour sortir du borbier des taux d'intérêt nuls voire négatifs.

Les anticipations d'inflation constituent une chaîne de transmission à travers laquelle la « *forward guidance* »⁴ peut stimuler l'économie, notamment en maintenant une bonne réputation à travers une forte crédibilité (Del Negro et al. 2012).

un intervalle de confiance dans lequel se situe la cible.

³ On recense ces banques centrales en Corée du Sud, Colombie, Hongrie, Nouvelle Zélande, Norvège, Suède, Turquie, Israël, République Tchèque ainsi qu'au Canada, Chili, Pérou et aux Etats-Unis.

⁴ La « *forward guidance* » est une politique monétaire consistant à influencer les anticipations des marchés portant sur les niveaux futurs des taux d'intérêt, via les prévisions de la banque centrale.

* Université de Strasbourg, CNRS, BETA UMR7522, F-67000 Strasbourg, France.

Une telle politique tranche avec celle actuellement menée par la Banque Centrale Européenne (BCE) qui souffre surtout de l'euro-scepticisme ambiant. Une politique de transparence accrue et de ciblage des prévisions d'inflation pourrait-elle augmenter l'efficacité de ses canaux de transmission ? Les expériences de la Banque Nationale Tchèque pourraient nous apporter des réponses à cette question.

Comment le ciblage des prévisions d'inflation fonctionne-t-il ?

La Banque Nationale Tchèque définit sa politique de ciblage des prévisions d'inflation en plusieurs points (Clinton et al. 2017). Tout d'abord, la politique monétaire cible une inflation basse sur le long terme et une trajectoire prévisionnelle de moyen-terme vers cette cible. Ensuite, la prévision est un élément clé pour le Comité monétaire de la banque centrale même s'il peut exister des divergences concernant cette prévision, ce qui donne alors naissance à des scénarios alternatifs. Rapidement après la décision politique, la trajectoire prévisionnelle pour les variables macroéconomiques clés est révélée, insistant sur la trajectoire pour le taux d'intérêt. Enfin, la trajectoire prévisionnelle pour le taux d'intérêt de court-terme (l'instrument politique) est endogène au sein du modèle économique de prévision, sachant que le taux varie pour atteindre la cible d'inflation de long terme et pour réduire voire éliminer tout écart de production.

La Banque Nationale Tchèque a pu, sous le régime flexible de ciblage des prévisions d'inflation, créer un modèle de prévision économique tel que les instruments de politique monétaire ont été systématiquement ajustés afin de ramener l'inflation à son niveau cible, malgré des chocs macroéconomiques exogènes forts qui ont engendré des déviations significatives. Elle a ainsi réussi à construire une crédibilité solide en prenant en compte le phénomène d'apprentissage des agents privés dans leurs anticipations au cours du temps concernant la conduite de la politique monétaire (Honkapohja, 2016).

Pour réduire les taux d'intérêt de long terme réels, alors même que le taux nominal est proche de zéro, il est nécessaire que les acteurs financiers anticipent des taux d'inflation futurs à la hausse. La banque centrale peut manipuler les anticipations des

agents privés (firmes et ménages) en publiant un bulletin prévisionnel anticipant une inflation croissante avant de retourner vers sa cible de long terme.

Le ciblage des prévisions d'inflation est par ailleurs accompagné d'une politique de change. Dans le cas de la Banque Nationale Tchèque, cette politique consiste à exercer un contrôle asymétrique du cours de la monnaie nationale face à l'Euro, en empêchant une appréciation trop forte de la couronne tchèque tout en laissant les mécanismes de marché réguler la dépréciation de la monnaie nationale dans les marges de fluctuations fixées. Une des conséquences notoires du couplage du ciblage des prévisions d'inflation et de la politique de change est une augmentation des taux de change, ce qui correspond à une dépréciation de la monnaie et conduit à une amélioration de la conjoncture.

La transparence pour augmenter l'efficacité de la politique monétaire

Ces deux types de politique telles que les pratique la Banque Nationale Tchèque sont accompagnées de davantage de responsabilité quant aux prévisions et aux justifications de changement de trajectoire des variables, mais également de plus d'efficacité politique. Ces politiques répondent aussi à des considérations pratiques et pragmatiques. Afin que la politique monétaire puisse avoir un impact non négligeable sur le long terme, celle-ci doit influencer les taux d'intérêt de long terme. Rappelons que les entreprises investissent pour la plupart sur le long-terme.

Une totale transparence des prévisions, des objectifs et de la politique de la banque centrale peut donc renforcer l'efficacité de la politique monétaire de deux façons. Tout d'abord, la crédibilité de la cible d'inflation choisie par la banque centrale se renforce par un effort de communication pour le grand public (analystes financiers, entreprises et ménages) sur la vision cohérente du futur afin de permettre à l'inflation de converger vers son taux cible de long terme. De plus, la publication de la trajectoire du taux d'intérêt de court terme aide, à travers les anticipations d'inflation, à modifier la structure à terme des taux d'intérêt pour améliorer le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Ainsi la Banque Nationale Tchèque, pour renforcer son niveau de transparence, justifie

sa politique en profondeur à des intervalles réguliers (souvent de façon trimestrielle) dans un rapport de politique monétaire. Ce rapport souligne la trajectoire prévue conditionnelle pour le taux d'intérêt de court terme, que ce soit une description qualitative ou avec un chiffrage explicite. La banque centrale souligne les risques de ses estimations verbalement et avec des intervalles de confiance pour les variables dont les prévisions numériques sont publiées. Le caractère conditionnel doit être souligné afin que le public reconnaisse la prévision comme incertaine.

Cependant, il existe de rares cas où malgré la publication d'un rapport, les anticipations des agents ne convergent pas vers les prévisions publiées par la banque centrale. Ainsi, lors de la publication d'un des rapports en novembre 2009, la confusion qui résulta fut riche de leçons pour la Banque Nationale Tchèque. Cet écart entre les prévisions publiées et les anticipations mesurées quelques jours après peut être justifié par trois raisons principales. Le caractère conditionnel des prévisions a trop été souligné, ce qui peut avoir amené les agents à ignorer les prévisions officielles. Puis le Comité monétaire a insisté sur des incertitudes plus importantes que ce qu'on observe habituellement. La banque centrale a également publié un scénario alternatif qui utilisait un modèle macroéconomique différent, prêtant à confusion pour les agents privés. La Banque Nationale Tchèque n'est pas seule puisque la Banque nationale de Nouvelle Zélande, la Banque d'Israël, la Banque Norvégienne et la Banque Suédoise publient la prévision d'un taux d'intérêt endogène en suivant la même méthodologie.

Conclusion

La transparence des communications sur la politique monétaire tchèque a augmenté progressivement pour atteindre un niveau de

transparence exemplaire, car depuis début 2000, elle publie les coefficients de la fonction de réaction du taux d'intérêt, ce qui permet une plus grande compréhension des marchés et des analystes de la politique monétaire basée sur le régime de ciblage des prévisions d'inflation. Les pratiques de la Banque Nationale Tchèque montrent que davantage de transparence pourrait ainsi bénéficier à la transmission de la politique de la BCE et mettrait à mal les arguments eurosceptiques de certains partis politiques des pays membres de la zone euro.

Références bibliographiques :

- Bernanke, Ben S. (2010), "The economic outlook and monetary policy," *Proceedings-Economic Policy Symposium* - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1-16.
- Clinton, Kevin, Tibor Hlédik, Tomáš Holub, Douglas Laxton, & Hou Wang (2017), "Czech Magic: Implementing Inflation-Forecast Targeting at the CNB". *IMF Working Paper* 21.
- Del Negro, Marco, Marc Giannoni, & Christina Patterson (2015), "The forward guidance puzzle," *Staff Reports* 574, Federal Reserve Bank of New York.
- Honkapohja, Seppo (2016), "Monetary policies to counter the zero interest rate: an overview of research," *Empirica* 43(2), 235-256.
- Noyer, Christian (2015), « L'après crise et le financement de l'économie: enjeux et défis pour la stabilité financière, » *Revue de la stabilité financière* 19, 7-11.
- Woodford, Michael (2012), "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound," *Proceedings-Economic Policy Symposium* - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 185-288.