

Résumé du colloque « La conduite de la politique monétaire en régime de cibles d'inflation : l'expérience internationale »

Philipp Maier, département des Analyses de l'économie internationale

Le colloque économique annuel de la Banque du Canada, qui s'est tenu en juillet 2008, avait pour objet d'examiner l'expérience des banques centrales dans la conduite de la politique monétaire en régime de cibles d'inflation. Depuis que la Nouvelle-Zélande a adopté des cibles d'inflation en 1990 et que le Canada a fait de même en 1991, la poursuite de cibles d'inflation est devenue un cadre de politique monétaire très répandu. Le régime de cibles en vigueur au Canada a contribué à maintenir le taux d'augmentation de l'indice global des prix à la consommation très près de 2 % en moyenne depuis 1991. La réduction de l'inflation, conjuguée à l'engagement explicite des autorités à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, a aussi aidé à arrimer les attentes d'inflation près de la cible d'inflation de 2 %. Comme les autres pays dotés de cibles ont vécu une expérience semblable à celle du Canada, on attribue souvent à ce type de régime le mérite de garder le taux d'inflation à un niveau bas et stable et de concourir ainsi à l'obtention de résultats macroéconomiques solides et constants¹.

Le colloque de 2008 a réuni des dirigeants de banques centrales provenant d'un large éventail de pays, dotés ou non de cibles d'inflation, dans le but d'analyser plus à fond l'expérience de l'utilisation de cibles d'inflation. Ponctué de deux conférences spéciales, le colloque comportait plusieurs séances de travail et s'est terminé par un débat. La conférence commémorative

John Kuszczak, prononcée en ouverture par Carl Walsh, a permis de faire un survol systématique des expériences nationales en matière de cibles d'inflation². Elle a été suivie de trois séances consacrées aux thèmes suivants : 1) les cibles d'inflation et les chocs externes; 2) les modes de prise de décision en matière de politique monétaire; 3) la transparence et la communication. Les séances obéissaient toutes au même schéma : présentation par un chercheur éminent d'une étude exposant les dimensions essentielles de la question traitée, puis discussion menée par un panel formé en grande partie de dirigeants de banques centrales, qui commentaient l'étude en faisant part de l'expérience ou des méthodes de leur institution. Le conférencier principal, Frederic Mishkin, du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, a proposé des façons d'améliorer la politique de communication de la Réserve fédérale. Enfin, le débat de clôture a porté sur l'avenir des régimes de cibles d'inflation.

Conférence commémorative John Kuszczak : Quels enseignements avons-nous tirés de la poursuite de cibles d'inflation?

Dans le cadre de la conférence commémorative John Kuszczak, prononcée à l'ouverture du colloque,

1. Les communications présentées seront publiées dans un prochain numéro de la revue *International Finance*.

2. Cette conférence est financée par la Banque du Canada et tenue à la mémoire de notre estimé collègue John Kuszczak, décédé en 2002.

Carl Walsh (Université de Californie à Santa Cruz) étudie l'expérience de divers pays en matière de cibles d'inflation. Depuis que la Nouvelle-Zélande a adopté des cibles d'inflation, il y a près de 20 ans, plus d'une vingtaine de pays développés ou en voie de développement ont suivi son exemple. Walsh affirme que l'expérience s'est généralement avérée très positive, puisqu'aucune des banques centrales ayant opté pour un tel régime ne l'a abandonné par la suite (si ce n'est pour adhérer à une union monétaire). Il n'est toutefois pas facile de tester statistiquement les mérites de la poursuite de cibles d'inflation. Par exemple, la principale différence entre les pays industrialisés qui ont une cible et ceux qui n'en ont pas réside dans le fait que les attentes d'inflation sont mieux ancrées chez les premiers. Pourtant, un meilleur ancrage des attentes ne se traduit pas par un niveau d'inflation, un degré de volatilité de l'inflation ou des écarts dans les taux de croissance de la production statistiquement différents. Cela pose une véritable énigme pour la recherche en économie, puisque les travaux dans le domaine soulignent ordinairement l'importance d'un bon arrimage des attentes d'inflation, propre à limiter la volatilité de la production et de l'inflation. L'une des assises de la modélisation économique moderne dans les banques centrales est de fait l'insistance sur les attentes d'inflation.

Cette énigme statistique peut s'expliquer par la difficulté à distinguer les banques centrales ayant une cible d'inflation de celles qui n'en ont pas, du fait que les secondes s'inspirent de plus en plus des leçons tirées par les premières ainsi que de leurs méthodes. En conséquence, même si des banques centrales telles que la Banque centrale européenne ou la Réserve fédérale des États-Unis ne poursuivent pas de cible d'inflation au sens strict, leur conduite de la politique monétaire intègre bon nombre des leçons dégagées de la poursuite de cibles d'inflation. Cela se voit, notamment, dans leurs efforts pour influencer les attentes d'inflation en publiant des définitions de la stabilité des prix (dans le cas de la Banque centrale européenne) ou en indiquant le niveau d'inflation souhaité à la fin de la période de projection (comme le fait parfois la Réserve fédérale). Dans ce sens, la plus grande réussite du régime de cibles d'inflation n'est pas d'avoir réduit le taux d'inflation — ce qu'ont accompli des banques centrales qui avaient un cadre de politique monétaire différent — mais de clairement articuler l'action des autorités autour d'un objectif d'inflation et d'un ancrage solide des attentes d'inflation.

La plus grande réussite du régime de cibles d'inflation est de clairement articuler l'action des autorités autour d'un objectif d'inflation et d'un ancrage solide des attentes d'inflation.

Au cours de la discussion générale, on souligne qu'il est peut-être plus facile de déterminer les avantages du régime de cibles d'inflation dans le cas des pays à marché émergent, parce que les différences entre les banques centrales s'étant fixé une cible d'inflation et les autres y sont plus nettes. En outre, divers dirigeants de banques centrales font observer que le fait de jouir d'un mandat clair et d'une meilleure reddition de comptes facilite non seulement la communication avec le public, mais aussi les « échanges politiques ». En établissant une cible d'inflation officielle, les banques centrales peuvent communiquer plus facilement l'idée qu'elles privilégient la stabilité des prix plutôt que d'autres objectifs.

Première séance : Les influences externes et la poursuite de cibles d'inflation

Beaucoup de petites économies ouvertes exportatrices de produits de base connaissent des périodes de volatilité élevée à cause de l'évolution de la conjoncture extérieure. Par exemple, de fortes variations des cours des matières premières peuvent provoquer des fluctuations marquées des taux de change. Cette séance avait pour objet d'examiner comment les autorités monétaires devraient réagir face aux mouvements prononcés — et potentiellement persistants — du taux de change induits par l'évolution des cours ou de la demande des produits de base.

Dans son exposé, intitulé « Policy Responses to Exchange Rate Movements », Laurence Ball explore les diverses façons de réagir à une réaffectation intersectorielle des ressources due à des fluctuations des taux de change. Le problème se pose ainsi : lorsqu'il est coûteux de modifier la répartition intersectorielle du capital et de la main-d'œuvre, les autorités peuvent envisager de modérer la réaffectation dictée par

des mouvements *temporaires* du taux de change. Or elles feraient bien d'examiner soigneusement la source de ces mouvements, car la réaction optimale pourrait être différente selon que le taux de change fluctue en réponse à une variation des cours d'un ensemble restreint de produits de base ou à une modification de la demande d'un large panier de produits exportés. Si les autorités souhaitent atténuer les effets des variations des prix des matières premières, Ball leur suggère d'avoir recours à la politique budgétaire.

Les tentatives de divers pays en vue de limiter les fluctuations du cours des devises ne se sont pas avérées très heureuses dans la pratique.

Les commentateurs de l'étude de Ball — Mark Wynne, de la Banque fédérale de réserve de Dallas, Klaus Schmidt-Hebbel, de la Banque centrale du Chili, et Bernard Hodgetts, de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande — concentrent leur attention sur l'idée de modérer la réaffectation intersectorielle. Les tentatives de divers pays en vue de limiter les fluctuations du cours des devises ne se sont pas avérées très heureuses dans la pratique. Ainsi, l'appréciation qu'a subie la monnaie de la Nouvelle-Zélande entre l'été 2007 et l'été 2008 par suite du vif renchérissement des produits de base a été d'une telle ampleur qu'il aurait fallu de très fortes compressions budgétaires pour en compenser l'incidence (y compris les avantages découlant des effets de richesse et de l'amélioration des termes de l'échange) et stabiliser la composition sectorielle de l'économie. Comme il aurait pu en résulter des effets de redistribution considérables, il n'est pas évident qu'une telle politique soit politiquement praticable. On fait remarquer en outre que dans bien des cas, il est difficile de savoir à l'avance si une variation du prix des produits de base ou du taux de change sera temporaire ou permanente. Il est donc important d'établir le degré de persistance des fluctuations avant de déterminer les mesures à prendre. Si la variation du taux de change est temporaire, une intervention pourrait se justifier; en présence d'une variation permanente ou très persistante, toutefois, les autorités ne devraient

pas faire obstacle à la réaffectation intersectorielle. La structure économique doit en effet s'adapter à l'évolution du contexte extérieur. Les expériences conjuguées des autres banques centrales donnent à penser que les politiques économiques devraient probablement être orientées de manière à faciliter l'ajustement plutôt qu'à entraver la réaffectation intersectorielle des ressources.

Deuxième séance : La prise des décisions relatives à la politique monétaire

De nos jours, les décisions sont prises en comité dans plus de 80 banques centrales, et aucune de ces banques n'a remplacé jusqu'à maintenant un comité par un décideur unique. La structure du comité chargé de la conduite de la politique monétaire est partie intégrante du cadre institutionnel de la banque centrale. La structure et la composition d'un comité peuvent influencer sur l'issue des votes tenus aux réunions et peut-être même sur la qualité des décisions qui y sont prises; de là l'importance de comprendre le processus décisionnel des différents types de comités.

Dans sa communication, « Making Monetary Policy by Committee », Alan Blinder aborde la question sous plusieurs angles : avantages de la prise de décisions en comité, processus décisionnel des comités et types différents de comités (individualiste, collégial, et collégial à caractère autocratique). Il fait observer qu'il n'y a pas de mode « idéal » de prise de décision dans les banques centrales, puisque des mécanismes institutionnels très dissemblables peuvent tous aboutir à de bonnes décisions. Néanmoins, un examen des différentes structures décisionnelles existantes permet de dégager un certain nombre de conclusions. Premièrement, pour encourager des échanges francs et ouverts, les comités ne doivent pas compter un trop grand nombre de personnes. Deuxièmement, il n'est pas nécessaire que tous les membres du comité de la politique monétaire soient des spécialistes de l'économie monétaire, puisqu'il est parfois utile de connaître le point de vue, tout à fait différent, de quelqu'un de l'extérieur. C'est pourquoi Blinder est d'avis que les comités ne devraient pas être composés uniquement de « banquiers de carrière ». Troisièmement, les comités semblent réagir aussi rapidement que les décideurs uniques. Enfin, le type de comité peut influencer sensiblement sur le choix de la stratégie de communication de la banque centrale. Par exemple, le comité

individualiste, où les décisions se prennent par vote, optera peut-être pour une stratégie de communication plus diversifiée que le comité collégial, où l'importance accordée au principe du consensus façonnera probablement d'une tout autre manière les communications externes du comité.

Il existe des différences notables entre les banques centrales dans la façon dont elles prennent leurs décisions.

Les commentateurs désignés sont Zvi Eckstein, de la Banque d'Israël, Francisco Ruge-Murcia, de l'Université de Montréal, et Paul Tucker, de la Banque d'Angleterre. Ces derniers conviennent qu'il n'existe pas de cadre unique et optimal pour la prise des décisions. L'étude de Blinder a fait ressortir des différences notables entre les banques centrales dans la façon dont elles prennent leurs décisions. Plusieurs questions sont soulevées durant la discussion. Premièrement, on souligne que la structure décisionnelle peut influencer le comportement des membres du comité. Pour ce qui est des comités individualistes, c'est-à-dire ceux qui ne décident pas par consensus, le contenu du procès-verbal des réunions peut fournir des indications intéressantes. Étant donné l'incertitude sur l'issue du vote, il est plus difficile pour ces comités de faire connaître leurs décisions par un communiqué détaillé immédiatement après leur réunion, puisque cette incertitude les empêche de rédiger celui-ci à l'avance. Le procès-verbal des réunions devient ainsi la principale source d'information à la disposition du public. Deuxièmement, le vote peut amener des membres à adopter un comportement stratégique. Comme la presse financière surveille de près les actions de la banque centrale et que le comité peut contribuer à accentuer l'incertitude sur les marchés par les renseignements qu'il communique, les membres pourraient y réfléchir à deux fois avant d'exprimer leur désaccord et d'exposer au grand jour leurs divergences de vues s'ils se rendent compte que leur vote dissident ne changera en rien la décision. Finalement, on se demande si les comités réagissent plus mollement que les décideurs uniques à de nouvelles informations. Le fait de mettre en commun l'informa-

tion, de délibérer en comité et de voter peut créer des frictions si, par exemple, les membres du comité n'accueillent pas tous de la même manière les nouvelles données. Le comité pourrait en ce cas réagir plus lentement que le décideur unique à l'évolution de la conjoncture économique.

Discours du conférencier principal

Si de nombreuses banques centrales reconnaissent les avantages de l'établissement de cibles en matière d'inflation, les contraintes politiques peuvent restreindre le cadre dans lequel évoluent certaines d'entre elles. Ainsi, il se peut que des banques centrales n'aient pas de cible d'inflation clairement définie ou que, selon leur mandat, elles doivent poursuivre plus d'un objectif, comme c'est le cas pour la Réserve fédérale des États-Unis. Cette séance avait pour objet d'examiner de quelle façon les banques centrales peuvent récolter certains des gains qui découlent de la poursuite de cibles d'inflation, même si elles ne sont pas en mesure d'adopter un véritable régime de cibles.

La modification par la Réserve fédérale de sa politique de communication en octobre 2007 forme la toile de fond du discours de l'orateur principal du colloque, Frederic Mishkin, du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale. Le Comité de l'open-market de la Réserve fédérale (*Federal Open Market Committee*) a rendu la conduite de la politique monétaire américaine plus transparente en fournissant plus d'information sur les prévisions établies par chacun des membres du Comité et en faisant passer de deux ans à trois ans la période visée par les projections. La publication de projections contribue à ancrer les attentes d'inflation en aidant les marchés financiers à en déduire les prochains gestes des autorités monétaires. Cela dit, les autorités pourraient éprouver des difficultés si elles ne sont pas en mesure d'indiquer clairement aux acteurs des marchés un taux cible d'inflation — parce que le mandat de la banque centrale ne prévoit pas la fixation d'un objectif chiffré ou bien parce que la banque poursuit plusieurs objectifs. Mishkin propose donc aux autorités monétaires une autre façon de communiquer aux marchés financiers les valeurs à long terme des variables qui les intéressent, soit en publiant des prévisions à long terme, c'est-à-dire pour un horizon de cinq à dix ans, *sous réserve d'une politique monétaire appropriée*. Il s'agirait là essentiellement d'une manière, pour les banques centrales, d'indiquer quelles valeurs

sont acceptables à leurs yeux pour ce qui est, par exemple, de la croissance et de l'inflation en régime permanent.

La publication de projections contribue à ancrer les attentes d'inflation en aidant les marchés financiers à en déduire les prochains gestes des autorités monétaires.

On souligne dans la discussion générale la difficulté qu'ont les banques centrales à communiquer un objectif clair lorsqu'elles sont soumises à des contraintes politiques. L'absence de cible explicite crée de l'incertitude au sujet de l'objectif à long terme de la banque centrale, et nombreux sont ceux qui appuient l'idée du conférencier de produire des prévisions à long terme afin de donner aux marchés une indication de la façon dont les autorités monétaires voient les choses. Enfin, on met en lumière les problèmes liés à l'adoption d'un objectif précis tel qu'une cible d'inflation lorsque le contexte politique n'est pas entièrement favorable.

Troisième séance : La communication et la transparence

On assiste depuis quelques années à un renforcement remarquable de la transparence chez les banques centrales. Celles-ci communiquent beaucoup plus d'information sur leurs décisions et sur l'analyse macroéconomique qui les sous-tend. Cette séance visait à examiner les tendances récentes parmi les banques centrales en matière de communication et de transparence, à mettre ces tendances en relation avec la poursuite de cibles d'inflation et à analyser les effets d'une transparence accrue et d'une meilleure communication.

Dans son exposé, intitulé « Trends in Monetary Policy Transparency », Petra Geraats, de l'Université de Cambridge, explique comment les banques centrales sont devenues beaucoup plus transparentes, dans le but non seulement de mieux rendre compte de leurs actes, mais aussi d'augmenter l'efficacité de leur politique monétaire. Au terme d'une comparaison entre

les institutions qui ont une cible d'inflation et celles qui n'en ont pas, Geraats constate que les premières sont plus transparentes que les secondes et que leur transparence a progressé bien plus rapidement. La conférencière fait aussi remarquer qu'il existe encore des différences significatives dans le degré de communication des banques centrales. Par exemple, si certaines institutions s'attachent avant tout à justifier leur dernière décision en matière de politique monétaire, d'autres vont jusqu'à produire des prévisions sur la trajectoire que suivront les taux d'intérêt au cours des prochains trimestres.

Un équilibre doit être trouvé entre le fait de communiquer la trajectoire prévue pour les taux d'intérêt et la nécessité d'indiquer que la prévision est entachée d'incertitude et conditionnelle.

La communication de Geraats est commentée par Tomas Holub, de la Banque nationale de la République tchèque, Masayoshi Amamiya, de la Banque du Japon, Donald Kohn, du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, et Jan Qvigstad, de la Banque de Norvège. Les commentateurs s'accordent à dire qu'il existe des différences marquées entre les banques centrales sur le plan de la transparence et de la communication. La discussion porte principalement sur la manière de réduire le plus possible l'incertitude sur les marchés financiers au sujet des prochaines interventions de la banque centrale. S'il est vrai que toutes les banques centrales évoquent implicitement les décisions qu'elles entendent prendre dans l'avenir, il leur faut trouver un équilibre entre le fait de communiquer la trajectoire qu'elles prévoient (selon leurs meilleures estimations) pour les taux d'intérêt et la nécessité d'indiquer que leur prévision est entachée d'incertitude et conditionnelle. La publication de prévisions sur la trajectoire future des taux fournit des indications sur le point de vue de la banque centrale, mais elle risque d'obliger celle-ci à garder le cap malgré l'arrivée de nouvelles données.

Une bonne communication est indispensable pour éviter la confusion sur les marchés financiers. Par exemple, depuis 2002 la Banque nationale de la République tchèque exprime verbalement son opinion sur l'évolution future des taux d'intérêt, et en 2008 elle a commencé à publier des prévisions chiffrées sur la trajectoire que devraient suivre ces taux. Ses dirigeants sont d'avis que pour bien informer les marchés financiers sans pour autant se lier les mains, la banque centrale doit faire preuve d'une transparence absolue quant à ses erreurs de prévision concernant l'inflation et le sentier d'évolution des taux d'intérêt. En publiant régulièrement des graphiques où les taux directeurs effectivement observés sont comparés avec ceux qui avaient été prévus au moment de la décision, la Banque nationale de la République tchèque s'efforce de faire prendre conscience de l'incertitude qui entoure les prévisions des taux d'intérêt. En ce qui regarde la Banque de Norvège, depuis que celle-ci rend publiques ses prévisions à propos de la trajectoire des taux d'intérêt, les acteurs du marché semblent porter de plus en plus leur attention sur la manière dont la banque centrale interprète les nouvelles à caractère économique. Leur comportement est un signe que les marchés financiers saisissent mieux la façon dont la banque centrale réagit à l'évolution de la conjoncture macroéconomique. En outre, lorsqu'elle annonce son taux directeur, la Banque de Norvège analyse les chocs qui l'ont amenée à modifier ses prévisions antérieures de même que leurs répercussions sur le sentier d'évolution des taux d'intérêt (c'est ce que l'on appelle l'« analyse delta »). Cette ligne de conduite aide les marchés à comprendre comment l'évolution de l'économie a pu modifier, durant la période écoulée, la trajectoire prévue des taux d'intérêt. Enfin, la Banque du Japon suit une approche quelque peu différente pour rendre compte de l'incertitude relative aux perspectives économiques. En effet, chacun des membres du comité chargé de la conduite de la politique monétaire doit calculer une distribution de probabilité pour la croissance du produit intérieur brut réel et la hausse des prix à la consommation. La banque nipponne publie ensuite la moyenne de ces calculs sous la forme d'un diagramme qui indique le point de vue global du comité sur la distribution des risques au sein de l'économie.

Séance de clôture : L'avenir des régimes de cibles d'inflation

La séance de clôture réunit Malcolm Edey, de la Banque de réserve d'Australie, Ulrich Kohli, de la Banque nationale suisse, John Murray, de la Banque du Canada, Lars Svensson, de la Banque de Suède, et Bill White, anciennement de la Banque des Règlements Internationaux. Les cinq panélistes se penchent sur les moyens de renforcer davantage le régime de cibles d'inflation. De nombreuses banques centrales sont encore à la recherche de solutions optimales pour ce qui a trait à la prise de décision, à la transparence et à la communication. Aussi la discussion est-elle tournée vers l'avenir et centrée sur les innovations possibles, que ce soit sur le plan technique ou dans la manière de communiquer l'incertitude.

Lars Svensson souligne le caractère à moyen terme des cibles d'inflation. Il préconise un processus décisionnel qui consiste essentiellement à faire évoluer les taux d'intérêt selon une trajectoire propre à ramener l'inflation au taux cible. Aux yeux de Svensson, une fois le taux cible arrêté, la tâche du comité de la politique monétaire est de décider du sentier d'évolution de l'écart de production et, donc, du délai qui sera nécessaire pour que l'inflation revienne au taux visé. L'accent est mis sur la trajectoire anticipée des taux d'intérêt plutôt que sur la décision à prendre à l'égard du taux d'intérêt. Sur le plan pratique, la Banque de Suède juge utile de fournir aux membres du comité de la politique monétaire des graphiques qui illustrent l'incidence de différentes trajectoires de taux d'intérêt sur l'évolution de variables économiques clés telles que le taux d'inflation ou l'écart de production. Les membres du comité se prononcent ensuite par vote sur les scénarios associés à ces trajectoires plutôt que sur les trajectoires proprement dites.

John Murray aborde bon nombre des questions soulevées au cours du colloque, tout particulièrement celle de savoir s'il est possible, et souhaitable, de remplacer les cibles d'inflation par des cibles définies en fonction du niveau des prix. Dans un régime de cibles d'inflation, la banque centrale ne cherche pas à inverser les mouvements enregistrés dans le passé par le niveau des prix. En conséquence, même si l'inflation est conte-

nue à l'intérieur d'une fourchette étroite, le niveau des prix ne suivra pas nécessairement une trajectoire prédéterminée (selon les chocs qui frapperont l'économie). Conclusion : même si deux banques centrales ont des objectifs très similaires sur le plan de l'inflation, il se peut que les sentiers d'évolution effectifs du niveau des prix dans chacun des pays soient très différents en longue période (suivant par exemple la sensibilité de chacun aux chocs externes). Pour réduire ce facteur d'incertitude, la banque centrale pourrait établir une trajectoire cible pour le niveau des prix.

Dans un régime de cibles d'inflation, la banque centrale ne cherche pas à inverser les mouvements enregistrés dans le passé par le niveau des prix.

Malcolm Edey est sceptique sur les avantages d'un recours à des cibles formulées en fonction du niveau des prix. La poursuite de cibles d'inflation a été très bénéfique sur le plan économique, et Edey n'est pas convaincu que l'adoption de cibles de niveau des prix procurera des gains importants. Il croit également qu'il sera difficile d'expliquer le bien-fondé d'une modification du taux d'intérêt en invoquant l'écart du niveau des prix par rapport à une trajectoire peut-être définie plusieurs années auparavant. Les banques centrales ayant déjà réalisé l'essentiel des gains à attendre de la fixation de cibles, Edey craint que l'on ne mette ceux-ci en péril en exagérant les mérites de ce qu'il perçoit comme une source d'améliorations négligeables. À ce propos, des participants lui rappellent qu'on avait largement sous-estimé les avantages du régime de cibles

d'inflation à l'origine, et qu'il pourrait en être ainsi de ceux associés à la poursuite de cibles de niveau des prix.

Ulrich Kohli, représentant d'une banque centrale qui ne poursuit pas officiellement de cibles d'inflation, centre ses remarques sur les avantages plus généraux du régime de cibles d'inflation. Un des principaux mérites de ce régime est de mettre en lumière l'importance d'un objectif stable. Même dans les banques centrales qui ne se fixent pas d'objectif chiffré en matière d'inflation, l'idée que les marchés financiers doivent être renseignés sur le but ultime des autorités monétaires s'est imposée. L'existence d'un cadre clairement défini concernant l'objectif de la banque centrale est cruciale, à plus forte raison si celle-ci est confrontée à des chocs économiques majeurs. Kohli souligne par ailleurs que les banques centrales qui poursuivent des cibles d'inflation ne réussissent pas toutes au même degré à ancrer les attentes d'inflation face aux chocs importants. Certaines banques centrales ont dû récemment modifier leur cible d'inflation, après avoir admis, au risque de miner leur crédibilité, que la cible initiale n'était pas réaliste dans la conjoncture économique actuelle.

Bill White reconnaît que le régime de cibles d'inflation a l'avantage de maintenir l'inflation à de bas niveaux, mais il fait remarquer que l'accent exclusif mis sur l'inflation n'a pas empêché la montée de l'instabilité financière. Il recommande de revoir en profondeur les objectifs des banques centrales, tout particulièrement celui du maintien de la stabilité des prix. Il préconise d'intégrer plus formellement dans la conduite de la politique monétaire les questions ayant trait à la stabilité financière. Certes, de nombreuses questions parmi celles-ci doivent être résolues par une intervention réglementaire, mais les cadres de politique monétaire axés sur le long terme ont encore un rôle à jouer dans la prévention de déséquilibres insoutenables.