

CIBLAGE D'INFLATION ET CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE EN ALGERIE

Tahar **LATRECHE** *

RÉSUMÉ

Le ciblage d'inflation constitue le développement le plus important en matière de politique monétaire durant les vingt-cinq dernières années. La stabilisation de l'inflation à des niveaux bas constitue le premier objectif ultime de la politique monétaire dans le cadre de cette stratégie du ciblage d'inflation. Ceci implique un engagement institutionnel explicite en faveur de cet objectif. L'indépendance de la Banque Centrale constitue un préalable en la matière. A la faveur de l'amendement de la loi relative à la monnaie et au crédit, l'Algérie a explicitement désigné la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire. Cela constitue un pas considérable vers la construction d'une architecture institutionnelle adaptée pour le ciblage d'inflation. Un effort particulier doit, néanmoins, être mené pour accomplir les exigences institutionnelles et techniques indispensables pour rendre le ciblage d'inflation une alternative crédible à la politique monétaire «conventionnelle» en Algérie.

MOTS CLEFS

Politique monétaire, ciblage d'inflation, inflation anticipée, prévision de l'inflation, engagement institutionnel, indépendance de la Banque Centrale, anticipations des agents économiques.

JEL CLASSIFICATION : E31, E52, E58

* Docteur d'Etat. Enseignant à l'Ecole Supérieure de Commerce (ESC) d'Alger. Ancien Directeur à la Banque d'Algérie (Modélisation, puis des Analyses de Conjoncture et enfin des Relations avec les Organismes Officiels et Multilatéraux).

1. INTRODUCTION

A la faveur du dernier amendement de la loi relative à la monnaie et au crédit¹, le législateur a opéré une redéfinition de la mission de la Banque d'Algérie, très importante pour la conduite de la politique monétaire. Ce changement institutionnel majeur précise, en effet, le mandat assigné à la Banque d'Algérie qui se voit désormais explicitement charger de «veiller à la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire²». Ce changement serait de nature à lui permettre d'asseoir une politique monétaire favorisant la primauté de l'équilibre monétaire³ tel qu'il est représenté par l'expression la plus simple en termes de stabilité des prix.

Cette redéfinition de la mission de la Banque d'Algérie renforce les mécanismes de marché dans le fonctionnement de notre économie du fait que la politique monétaire agit, dans une large mesure, sur les comportements. En effet, cette évolution du cadre de la politique monétaire donne désormais plus d'intérêt aux comportements (des agents économiques) dans le processus de régulation monétaire. Ainsi, l'autorité monétaire⁴ aura à adapter son action en direction de l'ensemble des agents économiques pour indiquer ou influencer la tendance sur laquelle devrait évoluer l'économie. Cette adaptation inclura désormais les anticipations de ces agents en tant que facteur influençant leurs décisions.

La stabilité des prix (compris dans le sens de réalisation d'un taux d'inflation bas et stable) en tant que premier objectif ultime de la politique monétaire marque les développements en la matière⁵ dans le monde durant ces vingt-cinq dernières années. Le ciblage d'infla-

¹ Ordonnance 10-04 du 26 Août 2010 modifiant et complétant l'ordonnance 03-11 du 26 Août 2003 relative à la monnaie et au crédit.

² En effet, l'ancienne formulation de l'article 35 de l'ordonnance 03-11 du 26 Août 2003 stipule que «La banque d'Algérie a pour mission de créer et de maintenir, dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement rapide de l'économie, tout en veillant à la stabilité interne et externe de la monnaie.»

³ Par opposition à la primauté du financement monétaire.

⁴ Conseil de la Monnaie et de Crédit (CMC).

⁵ Depuis la dernière crise financière internationale (2007-2009), la stabilité financière est devenue, à coté de la stabilité monétaire, une mission principale des Banques Centrales. En Algérie, elle constitue depuis l'amendement de 2010 de la loi relative à la monnaie et au crédit une des missions de la Banque d'Algérie.

tion, en tant que cadre approprié pour la réalisation de cette stabilité, constitue l'objet principal de ces développements. Après l'introduction formelle de cette stratégie pour la première fois par la Nouvelle Zélande en 1990 (Bernanke & Mishkin, 1997; Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2001; Svensson, 2010), de nombreux pays y ont progressivement eu recours pour la conduite de leurs politiques monétaires respectives. Jusqu'à 2010, vingt-six (26) pays¹ ont déjà adopté formellement cette stratégie de politique monétaire (Roger, 2010). Paradoxalement, les deux plus grandes Banques centrales du monde, à savoir la Réserve Fédérale Américaine (FED) et la Banque Centrale Européenne (BCE), ne l'ont pas fait. En effet, la FED n'a pas une spécification numérique pour l'objectif de stabilité des prix² alors que la BCE donne traditionnellement un statut spécial à un deuxième objectif numérique par rapport à la valeur référence de croissance de M3 fixée pour la Zone Euro (Batini & Laxton, 2006).

Le ciblage d'inflation est un cadre de la politique monétaire qui repose, notamment, sur une architecture institutionnelle³ adaptée. L'adoption du ciblage d'inflation est souvent subordonnée à un changement des lois ou des arrangements administratifs relatifs à la Banque Centrale (Bernanke & Mishkin, 1997). Sa différence par rapport au cadre de la politique monétaire «conventionnelle» se situe sur un double plan : un engagement institutionnel des autorités en faveur de la stabilité des prix en tant que premier objectif de la politique monétaire et une démarche décisionnelle différente qui repose sur une définition d'une cible de l'inflation à atteindre et la prévision de l'inflation en tant qu'objectif intermédiaire (Bernanke & Mishkin, 1997; Svensson, 1997; Batini & Nelson, 2001; Ball & Sheridan, 2003; Batini & Laxton, 2006).

Au vu de ces exigences institutionnelles et techniques, la redéfinition de la mission de l'autorité monétaire en Algérie constitue – t-elle une base de départ pour aller vers une politique de ciblage d'inflation? Que faut-il faire pour asseoir et réussir une telle politique

¹ Nouvelle Zélande, Canada, Royaume-Uni, Suède, Australie, Islande, Norvège, Brésil, Chili, Colombie, République Tchèque, Hongrie, Israël, Corée du sud, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Afrique du sud, Thaïlande, Guatemala, Indonésie, Roumanie, Turquie, Serbie, Ghana.

² En effet, la FED poursuit une politique monétaire basée sur la règle de Taylor.

³ L'architecture institutionnelle comprend les lois régissant la monnaie et la Banque Centrale.

monétaire? Voici les deux questions auxquelles nous nous proposons d'étayer des réponses dans cet article.

Le reste de l'article est organisé comme suit. Nous traiterons tout d'abord du cadre de la politique monétaire «conventionnelle» pour comprendre le choix d'une politique monétaire basée sur le ciblage d'inflation (point 2). Nous exposerons ensuite le cadre conceptuel et les mécanismes de fonctionnement du ciblage d'inflation, où seront également traités le rôle de la prévision de l'inflation dans l'évaluation de la politique monétaire et le mécanisme de transmission dans le cadre du ciblage d'inflation (point 3). Nous discuterons enfin de son introduction en Algérie en mettant l'accent sur les préalables institutionnels et techniques, les actions à prendre éventuellement pour parachever l'architecture nécessaire pour l'application de cette stratégie (point 4). Nous terminerons l'article par une conclusion.

2. CADRE DE LA POLITIQUE MONETAIRE CONVENTIONNELLE ET LES ARGUMENTS EN FAVEUR DU CIBLAGE D'INFLATION

Le cadre de la politique monétaire dite conventionnelle se distingue par deux principales caractéristiques :

- des objectifs ultimes multiples, pris comme un ensemble, vaguement hiérarchisé, et souvent non quantifiés.
- des objectifs monétaires intermédiaires qui servent de passerelles pour réaliser les objectifs ultimes.

2.1. Problème des objectifs ultimes multiples

Dans le cadre d'un système d'objectifs ultimes multiples, la politique monétaire est de nature activiste. En effet, elle est utilisée pour stimuler la croissance et diminuer le chômage au niveau le plus bas possible tout en s'engageant à garantir la stabilité à long terme des prix.

Ce système d'objectifs ultimes multiples souffre de trois lacunes principales :

- Une multiplicité des objectifs ultimes pose un problème d'incohérence d'ensemble. En effet, certains objectifs sont contradictoires; la réalisation des uns se fait au détriment d'autres. Cette contradiction peut intervenir entre objectifs externes (stabilité de

change) et internes (stabilité des prix) ou entre objectifs internes eux-mêmes (stabilité des prix et réduction du chômage). Dans un tel schéma, une seule politique s'avère incapable d'atteindre l'ensemble des objectifs en même temps. Dès lors, un choix s'impose.

- Une multiplicité des objectifs pose également un problème de hiérarchisation. En effet, quel est l'ordre de priorité des objectifs assignés à la politique monétaire? Il est évident que le choix de tel ou tel ordre de priorité conditionne, dans une large mesure, l'efficacité de la politique monétaire.
- En troisième lieu surgit un problème de mesure. En effet, l'évaluation de l'efficacité de la politique monétaire est moins difficile lorsqu'elle est basée sur des objectifs quantifiés. Or, cette quantification des objectifs ne figure pas dans le cadre de la politique monétaire conventionnelle. Il est de tradition de dire que la politique monétaire vise à réaliser un taux élevé de croissance (ou baisser le chômage) et maîtriser l'inflation, sans préciser le taux de croissance et celui de l'inflation visés. Cela pose en effet un problème d'efficacité et d'évaluation. Tant que les objectifs n'obéissent à aucune mesure chiffrée, il est difficile d'évaluer de manière objective le succès de la politique monétaire à atteindre ces objectifs.

2.2. Rôle des objectifs monétaires intermédiaires

Les agrégats monétaires constituent de bons objectifs intermédiaires de la politique monétaire en cas d'existence d'une relation avérée entre eux et le revenu nominal¹. En cas d'existence d'une telle relation, les agrégats monétaires peuvent être ajustés de manière à assurer une croissance stable du revenu nominal dans un contexte de stabilité de la vélocité de la monnaie. Or, cette relation entre les deux variables n'est ni précise ni entièrement prévisible (Penaud, 1982). Dans une telle situation, la réalisation de(s) objectif(s) ultime(s), en maniant les agrégats monétaires, devient incertaine. En effet, une politique monétaire expansionniste pourrait ne pas entraîner l'au-

¹ L'évolution du revenu nominal traduit, en fait, l'évolution de deux composantes : l'évolution du revenu réel (croissance) et l'évolution des prix (inflation).

gmentation souhaitée du revenu alors qu'elle pourrait provoquer à terme des poussées inflationnistes.

2.3. Pourquoi la politique monétaire activiste est-elle inefficace ?

La politique monétaire est dite activiste quand elle varie en fonction de la conjoncture. Ainsi et en cas de ralentissement de l'activité économique par exemple, elle est utilisée pour la stimuler à travers des impulsions monétaires. Cette conception repose sur le fait qu'il y a possibilité d'arbitrage entre le taux de croissance du produit (ou le taux de chômage) et le taux d'inflation. Cette idée de politique monétaire activiste a été mise à mal pour trois raisons essentielles :

- Un problème de délai. La politique monétaire n'agit pas immédiatement sur les variables réelles de l'économie. Il faudrait attendre un certain temps pour que ses effets puissent se faire sentir sur le produit et l'emploi. Le délai que prend la politique monétaire pour produire ses effets est à la fois long et variable. Dans ces conditions, la politique monétaire serait incertaine et même contreproductive. En effet, les impulsions monétaires pourraient atteindre l'économie au moment où elle n'en a pas besoin. Si c'est le cas, elles vont accentuer les déséquilibres par l'amplification des tensions inflationnistes.
- un problème d'inexistence d'un compromis à long terme entre le chômage et l'inflation. En effet, la justification de la politique monétaire activiste trouve son origine dans la logique de la courbe de Phillips qui établit une relation inverse entre le taux de chômage et le taux d'inflation comme le montre l'équation suivante :

$$\pi_t = \theta - \alpha(\mu_t - \mu_t^*) \dots \dots \dots (1)$$

L'inflation π_t est une fonction inverse de l'écart entre le taux de chômage effectif μ_t est le taux de chômage naturel μ_t^* en temps t, α est un facteur négatif représentant la pente de la courbe et θ un terme constant. Cette relation rend possible l'arbitrage entre le chômage et l'inflation. Si les autorités veulent réduire le taux de chômage effectif ils devront accepter un taux plus élevé d'inflation.

Cette règle qui était largement acceptée, notamment parmi les économistes keynésiens, a été critiquée par les monétaristes et surtout par les tenants de la nouvelle économie classique. Leur idée repose sur le fait que les agents économiques ne sont pas influencés par l'illusion monétaire et donnent, ainsi, plus d'importance aux variables réelles. En conséquence, lorsqu'ils négocient leurs salaires ils prennent en considération leurs anticipations de l'inflation qui varient en fonction de la politique monétaire poursuivie. Si celle-ci est expansionniste, les anticipations d'inflation se déplaceront vers le haut. C'est ainsi que le taux d'inflation anticipée π_t^e remplace le terme θ et l'équation (1) peut être alors réécrite comme suit :

$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha(\mu_t - \mu_t^*) \dots \dots \dots (2)$$

Les agents économiques adaptent donc progressivement leurs anticipations d'inflation pour tenir compte de leurs erreurs d'anticipations commises de par le passé. La correction des erreurs mène à long terme (la période nécessaire pour leur correction) vers une convergence de l'inflation anticipée sur l'inflation effective ($\pi_t = \pi_t^e$). Cela permet de réécrire l'équation (2) comme suit :

$$0 = -\alpha(\mu_t - \mu_t^*) \dots \dots \dots (3)$$

L'équation (3) montre que le taux de chômage effectif sera égal à long terme au taux de chômage naturel mais avec un taux élevé d'inflation. Même si une politique monétaire activiste réussit à réduire, pour une certaine période, le taux de chômage effectif au dessous de son niveau naturel on assistera à terme au retour de ce taux de chômage effectif pour converger sur celui du chômage naturel mais après avoir causé au passage un taux élevé d'inflation. Cela veut dire qu'à long terme il n'existe aucun compromis (arbitrage) possible entre le taux de chômage et le taux d'inflation.

- Un problème d'incohérence dynamique. Le problème d'incohérence dynamique (temporelle), traité par Kydland et Prescott (1977) et Barro et Gordon (1983), se rapporte à la situation dans laquelle les décisions de la Banque Centrale ne correspondent pas parfaitement avec l'état des anticipations des agents économiques. Ce problème reflète précisément le contraste entre le mode et timing d'anticipations

de ces agents et la manière par laquelle les autorités monétaires les prennent en considération. En effet, le problème d'incohérence dynamique découle du fait que les autorités monétaires prennent leurs décisions de politique monétaire en considérant que les anticipations des agents économiques restent inchangées (Mishkin, 1997). Cette hypothèse ne correspond pas avec la nature dynamique des systèmes économiques (Kydland & Prescott, 1977). Car les comportements des agents économiques traduisent leurs anticipations de la politique future et cela influe sur leurs décisions actuelles. Dans ce contexte, les autorités monétaires n'ont qu'un seul choix pour espérer stimuler le produit : surprendre les agents économiques en menant une politique monétaire plus expansionniste qu'anticipée.

Durant la première période d'une telle politique, les autorités monétaires peuvent réaliser des gains de produit (ou d'emploi), la politique monétaire est alors optimale (réduction du chômage avec une inflation moins élevée puisque sous anticipée). Dans les périodes ultérieures, après qu'ils prennent conscience des effets réels de la politique monétaire mise en place, les agents économiques ajustent leurs anticipations en fonction de la politique effectivement poursuivie, le chômage regagne alors son niveau antérieur mais avec une inflation plus élevée. Cette politique devient alors non optimale, ce qui exprime l'existence d'une situation d'incohérence dynamique. Ainsi, le problème d'incohérence dynamique constitue une contrainte majeure pour l'efficacité de la politique monétaire activiste.

2.4. Le consensus autour de l'inflation

La conjonction de ces trois problèmes rend la politique monétaire activiste contreproductive. Cela a contribué à une reconsidération du cadre théorique et pratique de la politique monétaire. Celle-ci doit cibler la variable qui sert le mieux l'économie à long terme.

Un consensus s'est dégagé en faveur de la maîtrise de l'inflation sinon comme objectif unique, du moins prioritaire, de la politique monétaire. Ce consensus se justifie d'abord par les critiques théoriques contre la politique monétaire activiste. Il s'est aussi dégagé au vu des périodes d'inflation très difficiles qu'a connues l'économie mondiale dans le passé. Il s'est enfin imposé parce qu'une maîtrise de l'inflation serait indispensable à long terme pour promouvoir la croissance économique.

En effet, une inflation non maîtrisée serait perverse pour l'économie à plusieurs titres :

- Elle fausse le calcul économique des agents économiques en raison de distorsion des prix relatifs qu'elle provoque. Les calculs relatifs aux différents prix seraient, ainsi, biaisés, ce qui crée une distorsion au niveau des coûts d'opportunité et affaiblit l'utilisation optimale des ressources disponibles (Briault, 1995).
- Le changement de la structure des prix relatifs va influencer le comportement des agents économiques non financiers qui auront tendance à favoriser les placements financiers au détriment de l'investissement (Mishkin, 1997). D'une manière générale, les agents économiques préfèrent, en périodes d'inflation, les activités dans lesquelles l'exécution des transactions sera plus facile, ce qui rend le déplacement de leurs fonds (placements) plus rapide. Ces agents cherchent, dans une telle situation, à optimiser plus rapidement leurs avoirs tout en préparant des solutions de fuite pour les protéger contre une inflation qui avance. Ainsi, la conjugaison d'une utilisation non optimale des ressources et une dénaturation des activités économiques provoquera à terme une chute de la production et un ralentissement de l'économie serait alors inéluctable (Briault, 1995).
- L'inflation engendre aussi des inégalités sociales importantes. En effet, l'inflation défigure la distribution du revenu national de sorte à approfondir les écarts entre les différents groupes sociaux, puisqu'elle érode le pouvoir d'achat des revenus fixes et dope celui des revenus variables. L'inflation est aussi injuste parce qu'elle lèse les épargnants et favorise les débiteurs (emprunteurs).
- Enfin, l'inflation est dangereuse parce qu'elle n'est pas facilement curable (Friedman, 1976). Il est généralement admis qu'une augmentation de l'inflation est plus flexible et facilement réalisable qu'une désinflation. Le processus de désinflation est généralement plus lent par rapport à celui d'une augmentation de l'inflation, ce qui nécessite des périodes plus longues pour son achèvement (Lamiri, 1994). Ainsi, le traitement de l'inflation est plus problématique et induit des coûts et des sacrifices aussi bien économiques que sociaux.

3. CIBLAGE D'INFLATION : CADRE CONCEPTUEL ET MECANISMES DE FONCTIONNEMENT

La stratégie du ciblage d'inflation repose sur une annonce au public d'un chiffre ou une fourchette explicite d'inflation qui constitue la cible officielle que la Banque Centrale s'efforcera de réaliser (Bernanke & Mishkin, 1997; Mishkin & Posen, 1997; Svensson, 1997, Mishkin, 2004). Elle constitue dès lors l'ancrage nominal pour la politique monétaire. La cible chiffrée est fixée et annoncée généralement pour le moyen terme afin de prendre en compte le problème du délai. La conception et la mise en œuvre de cette stratégie de ciblage d'inflation donnent une importance primordiale aux aspects institutionnels et techniques.

3.1. Cadre institutionnel et technique

La conception de la stratégie de ciblage d'inflation repose sur un double aspect institutionnel et technique.

3.1.1. Cadre institutionnel

Le cadre institutionnel est caractérisé par l'existence d'un mandat en faveur de la stabilité des prix, une indépendance de la Banque Centrale et une responsabilité de celle-ci vis-à-vis du public (Bernanke & Mishkin, 1997; Mishkin, 2004; Svensson, 2010).

- Le mandat en faveur de la stabilité des prix constitue le premier pilier de la stratégie de ciblage d'inflation. Celle-ci nécessite, en fait, un engagement institutionnel en faveur de la stabilité des prix en tant qu'objectif unique, du moins prioritaire, de la politique monétaire. Cet engagement doit donc figurer dans la loi monétaire. Cela reflète l'existence d'un consensus autour de cet objectif.

- L'indépendance de la Banque Centrale constitue le deuxième pilier. En effet, la logique de cette stratégie confie à la Banque Centrale la mission de réaliser les objectifs d'inflation. La Banque Centrale est l'institution la mieux placée pour formuler les décisions techniques nécessaires pour réaliser la stabilité des prix et de faire les jugements si la poursuite d'autres objectifs est compatible ou non avec l'objectif final (Bernanke & Mishkin, 1997). Une indépendance accrue de la Banque Centrale permet non seulement de réaliser une basse inflation mais aussi une efficacité globale de la politique monétaire (Fischer, 1995). L'indépendance de la Banque Centrale concerne les

aspects relatifs à la fixation¹ des objectifs de la politique monétaire et, notamment, aux moyens de leur réalisation. En absence de cette indépendance, la responsabilité de la Banque Centrale est moins engagée en matière de réalisation de l'objectif de l'inflation. Cette indépendance implique donc une certaine responsabilité de la Banque Centrale et la rend comptable de ses actions par rapport au mandat qu'elle s'est vue confier en termes de stabilité des prix. En cas de décalage par rapport à l'objectif, elle est tenue d'en fournir les explications nécessaires et d'en assumer les conséquences.

- La transparence constitue le troisième pilier de la stratégie en raison de son rôle dans le succès de cette dernière² (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2006). Elle est considérée comme une des grandes innovations en matière de politique de la Banque Centrale (Cecchetti & Hakkio, 2009). La transparence se rapporte à la situation où la Banque Centrale se montre claire autant que possible en matière de ses objectifs et ses actions. Cela implique une politique de communication soutenue et assez exhaustive en direction du public autour de la cible d'inflation annoncée et la manière par laquelle elle entend l'atteindre.

3.1.2. Dispositif technique

Outre ces piliers fondamentaux, Certains pré-requis techniques sont nécessaires pour la mise en œuvre d'une stratégie de ciblage d'inflation. Il s'agit tout d'abord de statistiques concernant les différents segments de l'économie. Ces statistiques servent à analyser les comportements monétaires des agents. Mais elles servent aussi et surtout à l'élaboration des modèles et la prévision de l'inflation. Aussi, une structure technique capable de manier les instruments de modélisation et de la prévision semble importante, puisque la conduite d'une stratégie de ciblage d'inflation est basée sur la prévision de plusieurs variables économiques telles que, entre autres, l'évolution future de l'inflation et celle des comportements des agents économiques. Il faut enfin signaler la nécessité d'existence d'institutions

¹ Si la définition des objectifs de la politique monétaire est du domaine de la loi, donc du ressort du politique, la fixation du niveau de l'objectif revient à la Banque Centrale.

² La transparence de la politique monétaire renforce sa crédibilité et garantirait l'adhésion du public (agents détenteurs de la monnaie).

monétaires solides capables d'assurer les conditions les plus appropriées de circulation monétaire.

3.2. Prévision de l'inflation et évaluation de la politique monétaire

La mise en œuvre de la stratégie du ciblage d'inflation repose sur un dispositif de prévision du taux d'inflation en utilisant le modèle approprié¹ de prévision et les informations pertinentes en la matière. Cette prévision de l'inflation est nécessaire pour la conduite et l'évaluation de la politique monétaire car l'inflation effective ne peut servir de référence pour l'évaluation. Cela est due, tout d'abord, au fait que la comparaison, à un instant donné, entre le taux d'inflation effective (réalisé) et le taux cible n'est pas pertinente puisque l'inflation effective à cet instant est le résultat des décisions prises dans le passé. En second lieu, l'inflation effective n'est pas toujours la conséquence de la politique monétaire, car influencée aussi par d'autres facteurs². Il est ainsi difficile de dissocier les effets des décisions de la politique monétaire sur l'inflation effective de ceux induits par les autres facteurs. Ainsi, une éventuelle concordance entre l'inflation effective et la cible ne serait nécessairement pas une conséquence de la politique monétaire poursuivie et ne reflèterait donc pas obligatoirement une efficacité de la politique monétaire au moment de l'évaluation.

Ainsi, La prévision de l'inflation devient la cible intermédiaire explicite (Svensson, 1997) qui remplace le rôle de cibles intermédiaires joués autrefois par les agrégats monétaires³. La conduite de la politique monétaire s'effectue à travers la prévision du taux d'inflation. La structure de prévision de cette inflation est censée contenir toutes les composantes formelles et informelles du système de conduite de la politique monétaire, à savoir le modèle de prévision et les jugements des autorités monétaires qui se traduisent par des ajustements apportés aux résultats (Svensson, 2005). En définitif, un taux prévu de l'inflation (calculé par le modèle) supérieur à la cible témoigne d'une politique monétaire plus expansionniste, ce qui

¹ C'est le modèle estimé par la Banque Centrale qui doit prendre en considération toutes les variables importantes et refléter le mieux l'état des rapports entre elles.

² Par exemple un choc d'offre ou une inflation importée.

³ Ceci dit, l'utilisation des agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires, à côté de la prévision d'inflation, n'est pas incompatible avec la stratégie de ciblage d'inflation.

nécessite l'intervention de la Banque Centrale pour éliminer cet écart (Bernanke & Woodford, 1997).

3.3. Mécanisme de transmission

Les anticipations des agents économiques constituent le mécanisme de transmission des effets de la politique monétaire¹ dans le cadre du ciblage d'inflation (Svensson, 2005). Dans ce cadre, les agents économiques adaptent leurs décisions conformément à leurs anticipations de la politique monétaire poursuivie. Une politique monétaire expansionniste pousse les salariés à demander des salaires plus élevés ce qui implique une réduction de la demande d'emploi exprimée par les entreprises. Dans ces conditions, les autorités monétaires ne peuvent guère stimuler durablement l'activité et l'emploi, tout en provoquant, ce faisant, des poussées inflationnistes. Cela montre que les anticipations constituent une contrainte pour la politique monétaire. C'est la raison pour laquelle les autorités monétaires visent essentiellement à influencer les anticipations des agents économiques en matière d'inflation. La stabilisation des anticipations inflationnistes autour du niveau cible de l'inflation, résultat de leur conviction que la Banque Centrale veille à maintenir l'inflation effective (réalisée) à cette cible ou proche d'elle, est de nature à stabiliser le taux d'inflation effective à ce niveau là.

4. CIBLAGE D'INFLATION EN ALGERIE : ETAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES

Le ciblage d'inflation nécessite la réunion de certaines conditions, à la lumière desquelles nous évaluerons la situation de l'Algérie en la matière.

4.1. Conditions du ciblage et situation de l'Algérie

De nombreuses études (Eichengreen, 2002; Fraga et al., 2003; Mishkin, 2004; Batini & Laxton, 2006) consacrées à ce sujet dans les pays émergents et en développement s'accordent à différencier le contexte de ces derniers de celui des pays industriels avancés. La

¹ La transmission des effets de la politique monétaire se réalise traditionnellement à travers plusieurs canaux, à savoir le crédit, les taux d'intérêts, le taux de change ou encore les prix des actifs financiers.

différenciation se situe plus particulièrement aux niveaux institutionnel et technique.

4.1.1. Contexte général des pays émergents et en développement

Le ciblage d'inflation fonctionne bien dans le cadre d'institutions adaptées, qui est essentiellement une caractéristique des pays avancés. Le contexte algérien, et celui des pays émergents et en développement en général, marque un écart en matière de développement de ces institutions.

A propos de ce contexte, Mishkin (2004) a déterminé cinq principales faiblesses¹ caractérisant, de manière générale, les pays émergents et en développement. A la lumière de cette caractérisation, on peut conclure que, parmi ces cinq faiblesses, trois concernent l'économie algérienne : institutions fiscales, institutions financières et la crédibilité des institutions monétaires.

En contexte de faiblesse de ces trois types d'institutions, l'économie serait surexposée aux menaces inflationnistes. Des institutions fiscales faibles diminuent la capacité de collecte de la fiscalité. Dans une telle situation, les pouvoirs publics, notamment en périodes de difficultés des finances publiques, n'ont généralement d'issue qu'à recourir à la monnaie de crédit, notamment dans un contexte de faiblesse des marchés de capitaux, ce qui fragilise l'indépendance de la politique monétaire. De même, des institutions financières et monétaires faibles sur le double plan structurel et fonctionnel constituent un handicap au ciblage d'inflation en raison notamment de conditions inappropriées de circulation monétaire, y compris celles de transmission monétaire.

La transmission des effets de la politique monétaire dans le régime du ciblage d'inflation est basée sur le fonctionnement d'un système de comportements des agents économiques qui opère selon un modèle d'anticipations propre à ces agents. Ainsi, la fonctionnalité de ce régime suppose que le facteur «anticipation» joue un rôle fondamental dans le fonctionnement global de l'économie.

¹ Il s'agit d'institutions fiscales faibles, institutions financières faibles (y compris régulation prudentielle gouvernementale et supervision), faible crédibilité des institutions monétaires, substitution monétaire et dollarisation du passif et, enfin, vulnérabilité par rapport à l'arrêt soudain des flux de capitaux.

En Algérie, il est important de rappeler que le marché ne joue pas pleinement son rôle en tant que cadre pour les anticipations, notamment pour ce qui est de l'inflation. Cela est d'autant plus vrai pour les entreprises publiques qui constituaient, jusqu'au moins les années 1990, la forme dominante de l'organisation économique. Ces entreprises étaient organisées et fonctionnaient selon un modèle qui ignore les conditions de marché dans la prise de décision. En effet, ce modèle est caractérisé par la prédominance des régimes des prix administrés. Dans ce contexte, les principales décisions d'investissement et de production sont arrêtées dans le cadre du plan au niveau central. La prise de ces décisions reflète des arbitrages aux différentes sphères politique, économique et administrative (Melbouci, 2008). Ainsi, les décisions économiques se prennent sans opérer des arbitrages sur la base des prix.

A cela s'ajoutent deux éléments caractérisant la sphère monétaire de l'économie algérienne. Le premier montre le caractère dualiste du dinar dans les utilisations domestiques qui a généré une différence en matière de contrainte budgétaire entre les secteurs public et privé. En effet, la contrainte budgétaire dans les entreprises publiques est une contrainte «lâche» qui résume le rôle du dinar en une unité de compte. Par contre, le dinar joue dans les entreprises privées et les ménages un double rôle d'unité de compte et de réserve de valeur, ce qui les a rendus exposés à une transmission spontanée de l'effet de l'inflation (Hadj Nacer, 1989). Le second élément reflète une absence de la circulation monétaire libre (Benissad, 1991), résultat d'une gestion administrative de la monnaie (offre de crédit, taux d'intérêt,...). Ces deux éléments se sont conjugués pour marginaliser le rôle des facteurs monétaires dans la prise de décisions.

Ceci dit, l'extension de la part relative du secteur privée (les entreprises privées et les ménages) ces dernières années, l'intégration de mécanismes décisionnels basés sur les notions de la valeur¹, y compris dans les entreprises publiques, et la réhabilitation de la circulation monétaire libre à la faveur des réformes monétaires engagées dès le début des années 1990 ont contribué à une évolution progressive du rôle du marché dans la prise des décisions et généré

¹ Cela s'est traduit par la libéralisation progressive de la formation des prix, notamment durant la première moitié des années 1990.

un changement relatif du cadre comportemental de l'économie nationale.

4.1.2. Exigences institutionnelles

L'examen des exigences institutionnelles doit se faire en termes de l'engagement institutionnel en faveur de la stabilité des prix, d'une part et de l'indépendance de la Banque d'Algérie, d'autre part.

i) Examen de l'engagement institutionnel en faveur de la stabilité des prix

L'amendement de la loi relative à la monnaie et au crédit de 2010 a apporté une précision importante relative à la mission de la Banque d'Algérie. En effet, l'article 35 de l'ordonnance 03-11 du 26 Août 2003, modifié et complété par l'ordonnance 10-04 du 26 Août 2010, stipule que la mission de la Banque d'Algérie «est de veiller à la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire, de créer et de maintenir, dans les domaines de la monnaie, du crédit et des changes, les conditions les plus favorables à un développement soutenu de l'économie, tout en veillant à la stabilité monétaire et financière».

Cette nouvelle formulation apporte en fait deux précisions qui caractérisent l'engagement institutionnel en faveur de la stabilité des prix. La première précision concerne la désignation de la stabilité des prix en tant qu'objectif explicite de la politique monétaire. Ceci permet de penser que la stabilité des prix aura désormais la primauté dans la hiérarchie des objectifs fixés à la Banque d'Algérie. La deuxième précision se rapporte au fait que cette mission de la Banque d'Algérie est désormais conduite pour assurer un développement «soutenu» de l'économie et non «rapide» comme le stipule l'ancienne formulation. Cette précision est d'importance capitale. Car si l'action de la Banque d'Algérie vise à assurer un développement rapide cela veut dire que l'objectif final de croissance accélérée prime sur l'objectif de stabilité des prix, et nous nous trouvons ainsi dans la logique de la politique monétaire activiste. Par contre, si l'action vise à assurer un développement soutenu de l'économie cela veut dire simplement que la politique monétaire est chargée d'assurer une régularité de la croissance, qui constitue, par ailleurs, l'essence même de la politique du ciblage d'inflation.

En conclusion, on peut constater l'avancée réalisée en termes d'engagement institutionnel et ce, en dépit des dispositions du point «c» du premier alinéa de l'article 62 qui continue de privilégier les agrégats monétaires en tant qu'objectifs intermédiaires exclusifs contrairement à ce que prévoit le cadre du ciblage d'inflation.

ii) Indépendance de la Banque d'Algérie

L'indépendance de la Banque d'Algérie semble ne pas constituer une priorité pour le législateur. L'amendement de la loi 90-10 du 14 Avril 1990 relative à la monnaie et au crédit par l'ordonnance 01-01 du 27 Février 2001, puis par l'ordonnance 03-11 du 26 Août 2003, a opté pour un mandat illimité du Gouverneur de la Banque d'Algérie (et aussi des Vice-Gouverneurs). Aussi et contrairement au texte de 1990, les conditions de mettre fin à ses fonctions ne sont ni évoquées ni fixées par le texte en vigueur de la loi bancaire. S'il y a bien d'autres facteurs qui caractérisent l'indépendance d'une Banque Centrale, il n'est pas tout à fait restrictif de conclure, pour la Banque d'Algérie, que la suppression du mandat, pourtant fixée par la loi bancaire de 90-10, ne semble pas de nature à favoriser son indépendance.

4.1.3. Moyens techniques

Dans un régime de ciblage d'inflation, la prévision de l'inflation joue le rôle de l'objectif intermédiaire de la politique monétaire. En ce sens, l'existence d'un système de prévision s'avère important pour conduire cette politique. Ce système de prévision nécessite une infrastructure technique bien développée qui consiste principalement aux systèmes des statistiques et de modélisation.

Le système statistique de l'Algérie n'arrive encore pas à réunir toutes les conditions requises pour l'exercice du ciblage d'inflation. Il ne fournit pas la matière statistique adéquate qui permet une modélisation non seulement de l'inflation mais aussi du comportement monétaire des agents économiques. Les lacunes en la matière sont, en effet, multiples. La base de données existante n'est pas assez large, celle disponible souffre parfois de manque de fiabilité. En outre, elle n'offre pas une variété sectorielle nécessaire à une meilleure prévision. Enfin, elle est peu adaptée en termes de périodicité. L'élabo-

ration de statistiques se fait généralement de manière annualisée, et souvent de façon retardée¹.

De même, le pays ne dispose pas d'un système économétrique² complet que ce soit au niveau macroéconomique, sectoriel ou même monétaire. Aucun modèle de prévision de l'inflation adapté n'est à ce jour disponible³. L'élaboration de modèles sophistiqués, adaptés et performants nécessite des périodes qui varient en fonction de plusieurs paramètres (moyens humains, financiers et notamment techniques). En plus, le caractère global du système économétrique et l'impératif de cohérence d'ensemble nécessitent un effort soutenu et un travail technique sophistiqué en matière de modélisation.

4.2. Conduite de la politique monétaire en Algérie dans une perspective de ciblage d'inflation

La politique monétaire en Algérie a connu depuis la réforme de 1990 trois étapes essentielles (1990-1994, 1994-2001 et 2001 jusqu'à ce jour). Durant la première période, elle était conduite dans le but d'alléger les tensions de liquidité bancaire alors qu'elle était durant la deuxième période de nature désinflationniste vu le taux élevé de l'inflation de l'époque. Après la stabilisation de l'inflation, elle s'est vue attribuer, durant la troisième période, un rôle de maîtrise de l'inflation.

De 1990 jusqu'à 1994, elle s'est caractérisée par l'usage d'instruments directs telle que la fixation des plafonds de réescompte. La période était difficile comme en témoigne la détresse financière aigue des banques publiques. L'inflation, très élevée durant cette phase, s'est accompagnée de changements structurels telles que la libéralisation des prix et des taux d'intérêt créditeurs.

Durant la période de 1994 à 2001, l'Algérie a mis en œuvre un programme de stabilisation macroéconomique (Avril 1994-Mars 1995) suivi d'un programme d'ajustement structurel (Avril 1995-Mars

¹ Ceci dit, un effort est en train d'être opéré pour améliorer le système national des statistiques comme nous allons le signaler dans les pages suivantes.

² Batini et Laxton (2006) ont quand même considéré que l'inexistence préalable de capacité technique ne devrait pas constituer un obstacle décisif pour l'accomplissement du ciblage d'inflation.

³ Néanmoins, il n'est pas inutile de signaler ici les efforts déployés à différents niveaux (Ministère des finances, Banque d'Algérie, ...) pour la mise en place d'un système de modèles comme il sera signalé dans les pages suivantes.

1998) dont l'objectif principal est de libéraliser l'économie. Cette période avait été marquée par le passage vers l'utilisation d'instruments indirects de la politique monétaire, notamment les opérations sur le marché monétaire. Durant cette période, les problèmes de liquidité bancaire persistaient encore. De manière graduelle, l'inflation a pu être ramenée à des niveaux bas de 29,04% et 29,78% en 1994 et 1995 respectivement à 5,7% en 1997, 2,64% en 1999 et à 0,34% en 2000, soit le taux le plus bas depuis le début de la réforme monétaire en 1990.

A partir de 2001, deux changements importants ont touché le cadre de la politique monétaire. Il y a eu tout d'abord un changement du cadre institutionnel de la politique monétaire qui a été amorcé en deux étapes : i) la suppression, en 2001, du mandat du Gouverneur et des Vice-gouverneurs; ii) l'abrogation et le remplacement, en 2003, de la loi 90-10. Il y a eu ensuite le passage de l'économie algérienne d'une situation de manque aigu de liquidité bancaire, qui a caractérisé pratiquement l'ensemble des années 1990, à une situation d'excès de liquidité bancaire, qui a commencé à revêtir un caractère structurel depuis 2001. Le passage à l'excès de liquidité s'est accompagné de l'émergence d'un autre phénomène monétaire, à savoir la place prise par les avoirs extérieurs dans la création monétaire en raison de l'évolution favorable du marché international du pétrole. Ils sont devenus, notamment à partir de 2005, la source principale¹ de création monétaire par la Banque d'Algérie. Cela constitue une mutation importante qui n'est pas de nature à faciliter la tâche de la Banque d'Algérie en matière de conduite de la politique monétaire vu le caractère autonome de ces avoirs extérieurs.

Face à cette situation, l'autorité monétaire en Algérie a d'abord renforcé les instruments indirects de la politique monétaire. De la réserve obligatoire (réactivée à partir de février 2001), à la reprise de liquidité (introduite en avril 2002) et jusqu'à la facilité de dépôt rémunéré (introduite en juin 2005), le souci majeur était d'éponger l'excès de liquidité sur le marché monétaire interbancaire pour empêcher une résurgence de l'inflation.

Dans ce cadre, un exercice important en termes de gestion de l'inflation caractérise la conduite de la politique monétaire ces der-

¹ En comparaison bien sûr avec la place du crédit intérieur (pour l'Etat et pour l'économie).

nières années. Il s'agit là d'un trait de la stratégie de ciblage d'inflation. En effet, la Banque d'Algérie se fixe un objectif d'inflation à moyen terme de 3%¹ qu'elle tente de réaliser. En dépit de l'objectivité de cette cible et de la pertinence des outils techniques mis en place pour mener à bien ce choix, l'exercice reste important, car il marque déjà une prise de conscience autour de l'inflation comme «principal» objectif de la politique monétaire.

Néanmoins, le ciblage d'inflation, *stricto-sensu*, n'est pas envisageable dans le court terme non seulement en raison des faiblesses techniques déjà évoquées, mais aussi en raison des faiblesses structurelles et fonctionnelles caractérisant le système bancaire.

Même avec une fixation d'une cible d'inflation, dont la réalisation est importante du point de vue de la crédibilité, la préférence pour le cadre de la politique monétaire conventionnelle, sous l'angle de l'utilisation des agrégats monétaires en tant qu'objectifs intermédiaires, est, de notre point de vue, mieux indiquée² dans l'état actuel des choses. Vu la capacité actuelle, technique et instrumentale, de la Banque d'Algérie, la maîtrise du processus sophistiqué du ciblage d'inflation n'est pas vérifiée. Par contre, elle est au moins capable, dans le cadre conventionnel de la politique monétaire, de contrôler sa base monétaire qui permettra dans une certaine mesure le contrôle des agrégats monétaires.

En définitif, une gestion monétaire saine à long terme nécessite la mise en place d'institutions monétaires et financières solides, la confection d'un système statistique fiable, exhaustive et cohérent, et enfin l'acquisition d'une technicité suffisante et surtout d'une véritable reconnaissance des challenges qu'impose l'inflation.

La mise en place d'institutions monétaires et financières solides est un processus complexe. Elle obéit à des réformes structurelles dans une perspective d'approfondir l'efficacité fonctionnelle de ces institutions et améliorer les conditions de circulation monétaire. Dans ce cadre, le renforcement de la mission de la Banque d'Algérie en

¹ Cette cible était entre 3% et 4% pour 2007 et 2008 et 4% pour 2009. Cela pose d'ailleurs le problème de crédibilité de ce choix sachant que la cible est généralement fixée pour un horizon qui se réfère au moyen terme.

² Nous rappelons ici que ce cadre repose, dans une certaine mesure, sur le ciblage des agrégats monétaires, en tant qu'objectifs intermédiaires, qui n'est d'ailleurs pas en contradiction, dans le cadre de la stratégie du ciblage d'inflation, avec le fait de prendre la prévision d'inflation comme objectif intermédiaire principal.

matière de supervision, à la faveur du dernier amendement de la loi bancaire¹, est de nature à contribuer au renforcement de la solidité du système bancaire de sorte à le rendre plus apte à assumer sa fonction d'intermédiation, indispensable pour jouer convenablement le rôle de circuit de transmission des effets de la politique monétaire.

Concernant le système statistique, l'enjeu est d'arriver non seulement à produire une base de données couvrant tous les aspects de l'activité économique, mais à la produire avec toutes les caractéristiques requises (périodicité, fiabilité, séries complètes, ...). L'effort conjugué du Conseil National de Statistiques et l'Office National des Statistiques pourrait contribuer à améliorer les statistiques économiques nationales. L'adhésion de l'Algérie au Système Général de Diffusion de Données (SGDD) du Fonds Monétaire International (FMI), qui l'oblige en principe à répondre à des exigences minimales en la matière, est de nature à la contraindre d'améliorer la production et la diffusion des données statistiques ainsi que leur fiabilité.

Quant à l'acquisition de la technicité nécessaire pour le ciblage, la conception d'un système de modèles macroéconomiques et sectoriels est très importante du point de vue de la conception et l'évaluation de la politique du ciblage d'inflation. A ce titre, il faut noter un double effort en la matière. Le premier, relativement ambitieux, concerne un programme relatif à la conception d'un système de modèles macroéconomiques, initié et coordonné par le Ministère des Finances avec une collaboration étrangère. Le deuxième, beaucoup moins important, est celui mené par la Banque d'Algérie dans le cadre d'un exercice visant la mise en place de modèles d'estimation des principales variables monétaires, essentiellement la prévision de l'inflation.

5. CONCLUSION

L'avènement du ciblage d'inflation marque une phase de développement de l'économie mondiale, à sa tête les économies industrialisées. Il est venu dans un contexte de mondialisation accrue de

¹ Le premier alinéa de l'article 35, modifié et complété, confère aussi à la Banque d'Algérie la mission de veiller à la stabilité monétaire et financière. Aussi, le deuxième alinéa du même article 35, modifié et complété, l'a chargé de s'assurer de la sécurité et de la solidité du système bancaire, mission qui ne figurait pas dans la formulation initiale de cet article.

l'économie où l'adoption des mêmes règles et normes de pilotage macroéconomique marque *de facto* une convergence conceptuelle, autour d'un ancrage interne de la politique monétaire, qui constitue une sorte de coordination indirecte des politiques monétaires.

Le ciblage d'inflation est un régime relativement nouveau de politique monétaire qui reconnaît que son ultime objectif est la stabilisation de l'inflation à des niveaux bas. Cette reconnaissance implique un engagement institutionnel des pouvoirs publics en faveur de cet objectif. A partir de ce moment, la réalisation de cet objectif nécessite une indépendance de la politique monétaire; c'est-à-dire l'indépendance de l'institution chargée de la concevoir et la conduire qui est la Banque Centrale.

En Algérie, une avancée remarquable en la matière a été réalisée, à la faveur de l'amendement de la loi relative à la monnaie et au crédit qui a explicitement désigné la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire. Néanmoins, beaucoup de choses reste à faire, à commencer par le renforcement de l'indépendance de la Banque d'Algérie. Aussi, l'approfondissement des réformes du système financier et bancaire, le renforcement des bases d'une gestion indirecte de l'économie par le biais d'instruments appropriés et le développement du dispositif technique (système statistique et de prévision) constituent des défis majeurs à relever. Ceci dit, l'exercice du ciblage d'inflation constitue un processus d'évolution progressive de la politique monétaire en Algérie. Néanmoins, cet exercice devrait s'accompagner, durant ses premières phases, par la poursuite de la politique monétaire «conventionnelle», notamment en termes d'utilisation des agrégats monétaires en tant qu'objectifs intermédiaires.

Références bibliographiques

- Barro, R.J. & Gordon, D.B.**, 1983. A positive theory of monetary policy in a natural-rate model, *Journal of Political Economy*, vol. 91, N° 4, pp. 589-610.
- Batini, N. & Laxton, D.**, 2006. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets, *Central Bank of Chile working papers*, N°406.
- Batini, N. & Nelson, E.**, 2001. Optimal horizons for inflation targeting, *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol.25, pp.891-910.
- Benissad, M.E.**, 1991. La réforme économique en Algérie, OPU, Alger.
- Bernanke, B.S. & Mishkin, F.**, 1997. Inflation targeting : A new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11 (2, spring), pp. 97-116.
- Bernanke, B.S. & Woodford, M.**, 1997. Inflation forecasts and monetary policy, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, pp. 653-685.
- Briault, C.**, 1995. The costs of inflation, *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 35, N°1, pp. 33-45.
- Cecchetti, S.G. & Hakkio, C.**, 2009. Inflation targeting and private sector forecasts, *NBER Working Paper No. 15424*.
- Eichengreen, B.**, 2002, Can emerging markets float? Should they inflation target? *Banco Central de Brasil Working Paper Series*, N°36.
- Fischer, S.**, 1995. Modern approaches to central banking, *NBER working paper*, N°5064.
- Fraga, A. & al.**, 2003, Inflation targeting in emerging market economies, *NBER Working Paper N° 10019*.
- Friedman, Milton**, 1976. Systèmes monétaires et inflation, Calmann Lévy, Paris.
- Hadj Nacer, A. R.**, 1989. Les cahiers de la réforme N°4, ENAG Editions, Alger.
- Kydland F.E. & Prescott, E.C.**, 1977. Rules rather than discretion : The inconsistency of optimal plans, *The Journal of Political Economy*, vol. 85, N°3 (June), pp. 473-491.
- Lamiri, A.**, 1994. *Théories économiques et crises contemporaines*, OPU, Alger.

- Melbouci, L.**, 2008. *Le modèle des entreprises publiques algériennes, échec ou fin de mission?* Editions El-Amel, Tizi-Ouzou.
- Mishkin, F.S.**, 2004. Can inflation targeting work in emerging market countries? *NBER working paper, No. 10646*.
- Mishkin, F.S.**, 1997. Strategies for controlling inflation, *NBER working paper, No. 6122*.
- Mishkin, F.S. & Posen, A.S.**, 1997. Inflation targeting: Lessons from four countries, *NBER working paper, No. 6126*.
- Mishkin, F.S. & Schmidt-Hebbel, K.**, 2006. Monetary policy under inflation targeting: An introduction, *Central Bank of Chile working papers, N°396*.
- Mishkin, F.S. & Schmidt-Hebbel, K.**, 2001, One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?, *NBER workin paper, N° 8397*.
- Penaud, R.**, 1982. *Les institutions financières françaises*, 2^e édition, La revue Banque Editeur, Paris.
- Roger, Scott**, 2010, Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà, *Finance & Développement, vol. 47, N° 1, pp.46-49*.
- Svensson, L.E.O.**, 2010. Inflation targeting, *NBER Working Paper No. 16654*.
- Svensson, L.E.O.**, 2005. Monetary policy with judgment: Forecast targeting, *NBER working paper, No. 11167*.
- Svensson, L.E.O.**, 1997. Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review, vol. 41, pp1111-1146*