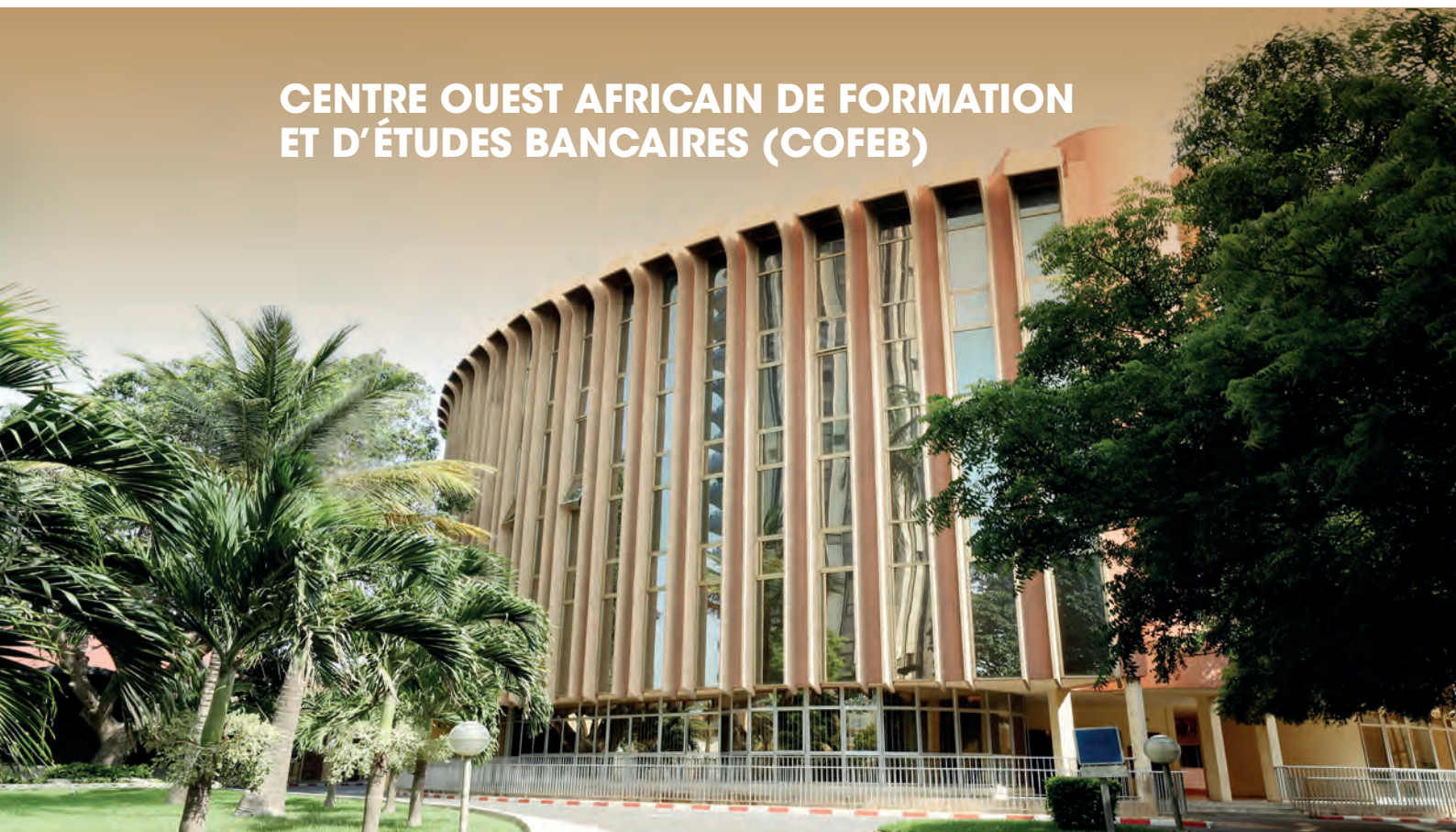




**BCEAO**  
BANQUE CENTRALE DES ETATS  
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST



## CENTRE OUEST AFRICAIN DE FORMATION ET D'ÉTUDES BANCAIRES (COFEB)



# NOTES ET ETUDES THEMATIQUES (NET)

**N°06 • NOVEMBRE 2023**

**FAUT-IL REVOIR LA MESURE DE L'OBJECTIF  
DE STABILITÉ DE PRIX : UN APERÇU SUR UN  
DÉBAT RECENT**

> Par Gbêmèho Mathieu TRINNOU



**BCEAO**  
BANQUE CENTRALE DES ETATS  
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST



**COFEB**  
CENTRE OUEST AFRICAIN DE FORMATION  
ET D'ETUDES BANCAIRES

**DIRECTION GENERALE DU COFEB**  
DIRECTION DE LA RECHERCHE ET DES PARTENARIATS

---

# NOTES ET ETUDES THEMATIQUES (NET)

---

**N°06 • NOVEMBRE 2023**

**FAUT-IL REVOIR LA MESURE DE L'OBJECTIF DE  
STABILITÉ DE PRIX : UN APERÇU SUR UN DÉBAT  
RECENT**

> Par Gbêmèho Mathieu TRINNOU

Les avis exprimés engagent la responsabilité des seuls auteurs et en aucun cas celle de la BCEAO

## SOMMAIRE

---

INTRODUCTION	5
I. LES FONDEMENTS DE LA MESURE DE L'OBJECTIF DE STABILITE DES PRIX	7
II. LA POLITIQUE MONETAIRE DE CIBLAGE DE L'INFLATION : DEFINITION, CARACTERISTIQUES ET REVUE D'EXPERIENCES	11
III. LES ANALYSES SUR LA DETERMINATION DE LA CIBLE D'INFLATION DE REFERENCE	15
IV. ENSEIGNEMENTS POUR LA BCEAO	20
CONCLUSION	22

## INTRODUCTION

*La stabilité des prix se définit comme une situation où les variations attendues du niveau moyen des prix sont suffisamment faibles et graduelles pour ne pas influencer sensiblement sur les décisions financières des entreprises et des ménages (Greenspan, 1989).*

*Sur cette base, la stabilité des prix élimine les situations d'inflation<sup>1</sup> élevée ainsi que de déflation<sup>2</sup>. En effet, il est généralement souhaitable que l'économie demeure dans une situation d'inflation ne pénalisant ni le pouvoir d'achat des populations, ni la rentabilité des entreprises et ne défavorisant ni les emprunteurs, ni les prêteurs (les épargnants). En outre, l'économie devrait demeurer en permanence dans une situation éliminant toute incertitude sur l'inflation, car l'incertitude pourrait induire une baisse de l'investissement et de la consommation en rendant difficiles les prévisions liées à la réalisation des projets des entreprises et la planification des dépenses des ménages dans le temps. Par exemple, les projets d'investissement impliquent des charges financières certaines alors que les cash-flows qui en constituent les revenus futurs sont incertains et l'inflation constitue un des facteurs perturbateurs des prévisions de la rentabilité attendue sur l'investissement. Par ailleurs, l'incertitude créée pourrait engendrer une hausse de la prime de risque augmentant les taux d'intérêt qui à leur tour freineraient davantage l'investissement et la consommation (Hess et Morris, 1996). Ainsi, une inflation stable est bonne en soi et bonne pour l'activité économique (Blanchard et al., 2010).*

*Pour ces diverses raisons, la stabilité des prix constitue l'un des principaux objectifs assignés aux banques centrales dans la conduite de la politique monétaire dans de nombreux pays du monde (Diaw et Sall, 2018). Pour réaliser cet objectif, les banques centrales procèdent généralement au ciblage d'une variable nominale<sup>3</sup>, c'est-à-dire, à la fixation d'une valeur de cette variable qu'elles contrôlent de manière à ne pas la laisser s'écarter anormalement de sa valeur cible fixée. Deux approches de ciblage ont été historiquement adoptées par les banques centrales comme objectifs intermédiaires permettant d'assurer la stabilité des prix. Il s'agit du ciblage du taux de change, à travers le système de taux de change fixes de Bretton Woods et du ciblage (d'un agrégat) monétaire. Cependant, l'effondrement du système de taux de change fixes de Bretton Woods ainsi que l'échec du ciblage monétaire dans les années 1970-1980 ont conduit les banques centrales à adopter le ciblage de l'inflation comme solution plus pragmatique pour assurer la stabilité des prix (Masson et al., 1997 ; Ftiti et Goux, 2011 ; Hammond, 2012 ; Agénor et Da Silva, 2019).*

*Cette solution qui demeure la plus appliquée par les banques centrales aujourd'hui consiste à mettre directement l'accent sur l'inflation elle-même à travers la définition d'une cible de taux d'inflation claire pour assurer l'objectif de stabilité des prix (Diaw et Sall, 2018). Dans la pratique, la plupart des banques centrales ont retenu le taux d'inflation de 2% comme étant la cible jugée suffisamment faible pour réduire le risque d'un dérapage de l'inflation et suffisamment élevée pour préserver l'économie de la déflation (Anota, 2013).*

*Dans la littérature, il est largement reconnu que le ciblage de l'inflation améliore les performances économiques, notamment en termes de maîtrise de l'inflation (Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2007 ; Lin et Ye, 2009 ; Creel et Hubert, 2009) et de consolidation de la croissance économique (Corbo et al., 2001 ; Neumann et von Hagen, 2002 ; Levin et al., 2004 ; Gürkaynak et al., 2007 ; Gonçalves et Salles, 2008 ; Lee, 2011 ; Mollick et al., 2011) et constitue, de ce fait, un bon cadre de politique monétaire. Comme le soulignent Diaw et Sall (2018), aucun pays n'a jusqu'à présent abandonné le ciblage de l'inflation après l'avoir adopté (sauf pour rejoindre la zone euro), ou même exprimé des regrets. Cette stratégie transparait même comme étant la meilleure option pour traverser les périodes difficiles (Villar, 2023).*

<sup>1</sup> L'inflation est la hausse persistante du niveau général des prix.

<sup>2</sup> La déflation est la baisse persistante du niveau général des prix.

<sup>3</sup> Le ciblage d'une variable nominale est aussi appelé l'ancrage nominal.

*Toutefois, en dépit du succès du ciblage de l'inflation, un débat international a été suscité à la suite de la crise financière de 2008 et s'est poursuivi également à la suite de la crise liée à la pandémie de la Covid-19. Il porte sur la question de savoir s'il faut relever le niveau de l'inflation cible fixé à 2% par bon nombre de banques centrales, car pour certains auteurs, ce niveau cible d'inflation faible réduit les marges de manœuvre de la politique monétaire en situation de crise. En effet, les interventions des banques centrales pour faire face aux récentes crises survenues au plan international les ont conduits à baisser fortement les taux directeurs. Ces taux ont atteint des niveaux très proches de la borne zéro, voire même égaux à zéro alors même que ces crises persistaient sans une reprise véritable de l'activité économique. Or, le taux directeur devrait normalement se situer à un niveau<sup>4</sup> par rapport à l'inflation pour que le taux d'intérêt réel<sup>5</sup> puisse favoriser l'activité économique.*

*Blanchard et al. (2010) soulevaient le débat en ces termes à la suite de la crise financière de 2008 : La crise financière de 2008 a montré que des chocs négatifs de grande ampleur peuvent survenir et surviennent effectivement. S'agissant de cette crise, les chocs sont venus du secteur financier, mais ils pourraient venir d'ailleurs à l'avenir, notamment des effets d'une pandémie sur le tourisme et le commerce ou les effets d'un attentat terroriste majeur sur un grand centre économique. Les responsables politiques devraient-ils donc viser un taux d'inflation cible plus élevé en temps normal, afin d'accroître la marge de manœuvre de la politique monétaire pour réagir à de tels chocs ? Concrètement, les coûts nets de l'inflation sont-ils beaucoup plus élevés à 4%, par exemple, qu'à 2%, la cible actuelle ? Est-il plus difficile d'ancrer les attentes à 4% qu'à 2% ?*

*Cette Note tente de faire ressortir les tendances récentes sur ce débat tout en exposant au préalable les fondements et le cadre institutionnel des analyses sur la mesure de l'objectif de stabilité des prix.*

*Elle est organisée comme ci-après. Après l'introduction, la première section présente les fondements de la mesure de l'objectif de stabilité des prix. La deuxième décrit le cadre institutionnel d'analyse de la mesure de l'objectif de stabilité des prix, en l'occurrence la politique monétaire de ciblage de l'inflation et fait une revue d'expériences. La troisième expose les analyses sur la détermination de la cible d'inflation de référence en mettant en exergue les tendances récentes du débat. La quatrième tire les enseignements pour la BCEAO avant la conclusion de la note en dernière partie.*

<sup>4</sup> Un niveau en dessous de zéro (négatif) n'est, en principe, pas souhaitable car cela traduirait une situation de perte sur les prêts qui découragerait les prêteurs et les inciterait à conserver les stocks de monnaie détenus dans leurs patrimoines. Par exemple, un taux d'intérêt négatif de -1% signifierait que quelqu'un qui prête 100.000 FCFA recevrait moins de 100.000 FCFA, soit 99000 FCFA en remboursement.

<sup>5</sup> Le taux d'intérêt réel ( $r$ ) est la différence entre le taux d'intérêt nominal ( $i$ ) et le taux d'inflation anticipé ( $\pi^a$ ), soit  $r = i - \pi^a$ . Le ciblage de l'inflation vise à ancrer les anticipations des agents économiques sur le taux d'inflation cible défini.

## I- LES FONDEMENTS DE LA MESURE DE L'OBJECTIF DE STABILITE DES PRIX

L'analyse de la mesure de l'objectif de stabilité des prix trouve ses fondements à travers les avantages et coûts de l'inflation faible ainsi que des échecs des politiques de ciblage du taux de change et du ciblage monétaire expérimentées par le passé.

### 1.1. Les avantages et coûts de l'inflation faible

#### 1.1.1. Les avantages de l'inflation faible

Les avantages de l'inflation faible paraissent perceptibles à travers la compréhension des coûts de l'inflation élevée. Les décideurs politiques ont une aversion excessive pour l'inflation, qui résulte à la fois de la théorie économique et des expériences d'inflation très élevée du passé. Ainsi, la recherche d'une inflation faible revient à éviter les coûts de l'inflation élevée. Les coûts liés à l'inflation élevée pourraient être rangés en deux catégories, à savoir les coûts économiques et les coûts sociaux.

**Les coûts économiques** de l'inflation sont généralement associés à ses répercussions sur l'activité économique, tant du côté de la demande que de l'offre des biens et services.

Du point de vue de la demande, l'inflation dégrade le pouvoir d'achat des populations, c'est-à-dire, la quantité de biens et services qu'un agent économique peut acquérir avec son revenu, que ce revenu soit exprimé, notamment en termes de salaires, pensions, ou d'encaisses monétaires détenues (les dépôts bancaires par exemple). De ce fait, l'inflation est couramment appréhendée comme un signal de l'évolution du coût (de la cherté) de la vie, car elle se traduit par une baisse tendancielle du volume de consommation des agents économiques, en particulier les ménages. Un coût associé aux encaisses monétaires est le coût de la « chaussure en cuir » (Shoe-leather cost en anglais), c'est à dire, le coût des ressources (temps et efforts) et des opportunités gaspillées par les individus en faisant des allers-retours à la banque pour effectuer des ajustements sur leurs encaisses afin de minimiser l'effet de l'inflation sur la perte du pouvoir d'achat (Smal, 1998).

S'agissant de l'offre globale, l'inflation peut induire un déséquilibre entre l'offre et la demande de travail et affecter la production, en raison notamment de l'existence de contrats de salaires nominaux fixes. Sur le marché du travail, l'inflation induirait une baisse des salaires réels qui pourrait réduire l'incitation des travailleurs à fournir davantage d'efforts de travail (baisse de la productivité des travailleurs) ou susciter de la renégociation des contrats qui pourrait engendrer des licenciements. En outre, la baisse des salaires réels pourrait décourager l'entrée des nouveaux travailleurs sur le marché. Un renchérissement des prix du facteur capital, notamment les machines et les équipements ainsi que des consommations intermédiaires, en l'occurrence l'énergie rendrait difficile leurs acquisitions par les entreprises et désorganiserait leurs productions. L'inflation engendre également des pertes d'efficacité en induisant une réallocation des ressources vers des activités à rentabilité faible non prévues auparavant quand l'inflation était maîtrisée. Le temps et les ressources sont détournés de leur usage initial vers des activités moins productives pour tenter d'éviter les effets de l'inflation sur le revenu (Smal, 1998). Par ailleurs, une inflation élevée pourrait engendrer une perte de compétitivité internationale en induisant une appréciation du taux de change réel.

**Les coûts sociaux** sont relatifs aux coûts de redistribution résultant du fait que tous les individus ne sont pas en mesure de se protéger totalement contre l'inflation ou que les taux d'intérêt nominaux ne s'ajustent pas complètement en fonction de l'évolution de l'inflation. En effet, l'inflation pourrait engendrer des tensions sociales en modifiant arbitrairement la répartition des revenus et des richesses, surtout si elle n'est pas anticipée. En s'appuyant sur l'équation de Fisher  $i = r + \pi^a$  indiquant que le taux d'intérêt nominal ( $i$ ) de l'épargne (des prêts) est la somme du taux d'intérêt réel ( $r$ ) et du taux d'inflation anticipé ( $\pi^a$ ), une inflation plus élevée que l'inflation anticipée lèse les épargnants (les prêteurs) au profit des emprunteurs, en raison d'une baisse du rendement réel pour les prêteurs et une réduction de la charge réelle de la dette des emprunteurs. En revanche, l'inflation inférieure à l'inflation anticipée entraîne une redistribution des revenus en faveur des épargnants (les prêteurs) au détriment des emprunteurs. De même, l'inflation érode le pouvoir d'achat des personnes à revenu fixe, notamment les personnes à la retraite bénéficiant de leurs pensions. L'inflation exacerbe les tensions sociales en donnant l'impression que le système de rémunération est injuste. Le sentiment d'impuissance et le ressentiment qui en résultent contribuent aux frictions sociales (Hakkio et Higgins, 1985).

Plusieurs pays ont connu des épisodes de très forte inflation dans le monde. Le tableau ci-après présente les niveaux d'inflation records atteints par certains pays depuis le 20<sup>ème</sup> siècle.

Tableau 1 : Inflation record dans certains pays depuis le 20<sup>ème</sup> siècle

Pays	Inflation (%)	Année
Allemagne	5000	1922
Argentine	3100	1989
Pérou	7500	1990
Brésil	2100	1993
Ukraine	5000	1993
Zimbabwe	500.000.000.000 <sup>6</sup>	2008

Source : Banque Centrale Européenne (2009)

Le cas le plus anciennement connu est celui de l'Allemagne (5000% en 1922). L'économie allemande s'est retrouvée dans une situation d'hyperinflation<sup>7</sup> après la première guerre mondiale. Les sources sont notamment le financement monétaire de la guerre et des réparations d'après-guerre (Cagan, 1956) ainsi que les répercussions des dégâts causés par cette guerre sur l'activité économique. Cette hyperinflation a eu des conséquences néfastes aux plans économique et social, avec les pertes de richesses des agents économiques. En outre, l'accroissement continu des prix a amené les travailleurs à exiger la hausse des salaires. Cette hausse des salaires s'est traduite par une augmentation des coûts de production et à nouveau par une élévation des prix car les entreprises ont intégré la hausse des salaires dans la fixation des prix des biens sur les marchés. La chute accentuée de la valeur du Mark, la monnaie allemande a contribué à entretenir cette spirale inflationniste.

En outre, l'un des cas d'hyperinflation inédits récent est celui du Zimbabwe (500.000.000.000% en 2008). Cette hyperinflation est due en grande partie à trois politiques, à savoir le paiement non budgétisé de prestations aux vétérans de guerre en 1997, l'implication militaire dans la deuxième guerre du Congo, en 1998, et le programme de réforme agraire accélérée de 2000 des autorités zimbabwéennes, visant la redistribution des terres et des fermes très majoritairement détenues par les Blancs aux Noirs. Les deux premières ont réduit les avoirs de réserves du Zimbabwe, tandis que la troisième a désorganisé les activités du secteur réel constituant l'une des importantes sources de revenus du pays et incité, en conséquence, au recours au financement monétaire pour la réalisation des dépenses du gouvernement (Mumvuma et al., 2006 ; Conkling, 2010). Cette situation a entraîné une baisse du niveau de vie de la population et un dysfonctionnement total des marchés.

Cependant, il conviendrait de souligner que, de manière générale, beaucoup de pays à l'échelle mondiale ont enregistré des taux d'inflation atteignant deux chiffres dans les années 1970-1980, en raison des échecs des politiques monétaires de ciblage du taux de change (système de taux de change fixes de Bretton Woods) et de ciblage d'un agrégat monétaire (Masson et al., 1997).

En dépit des différents coûts susmentionnés liés à l'inflation élevée, il existe aussi des arguments contre une inflation trop faible.

### 1.1.2. Les coûts de l'inflation faible

L'inflation faible induit des coûts directs et indirects pour le secteur réel.

<sup>6</sup> Ce chiffre sur le Zimbabwe provient de la note d'information publique N°09/53 de 2009 du FMI disponible via le lien <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/pn0953>

<sup>7</sup> L'hyperinflation est une situation dans laquelle le taux d'inflation est très élevé et/ou enregistre une augmentation continue jusqu'à devenir finalement incontrôlable. S'il n'existe aucune définition communément acceptée de l'hyperinflation, la plupart des économistes seraient cependant d'accord pour caractériser d'hyperinflation une situation dans laquelle le taux d'inflation mensuel est supérieur à 50% (Banque Centrale Européenne, 2009).



**En termes de coûts directs**, l'inflation trop faible peut dégrader les relations contractuelles entre les entreprises et les travailleurs, en raison de l'augmentation des salaires réels. Dans la pratique, les travailleurs n'acceptent pas facilement la baisse des salaires nominaux. De ce fait, il apparaît difficile d'ajuster les salaires nominaux à la baisse dans un contexte de faible inflation pour maintenir les salaires réels à des niveaux préservant les marges bénéficiaires des entreprises. L'augmentation des salaires réels limiterait l'embauche des travailleurs par les entreprises et induirait une hausse du chômage et une baisse de la production dans l'économie (Apel et al., 2017).

**Le coût indirect** constitue la principale raison ayant suscité le récent débat international sur la question de savoir s'il faut relever le niveau de l'inflation cible fixé à 2% par bon nombre de banques centrales. Ce coût est lié à la réduction des marges de manœuvre de la politique monétaire en situation de crise. Comme susmentionné, les interventions des banques centrales pour faire face aux récentes crises survenues au plan international, notamment la pandémie de la Covid-19, les ont conduites à baisser fortement les taux directeurs. Ces taux ont atteint des niveaux très proches de la borne zéro, alors même que la crise persistait sans une reprise véritable de l'activité économique. Or, le taux directeur devrait normalement se situer à un niveau par rapport à l'inflation pour que le taux d'intérêt réel puisse favoriser l'activité économique. De ce fait, certains économistes pensent qu'un objectif d'inflation plus élevé accroîtrait les possibilités de mener une politique monétaire expansionniste visant à stimuler l'activité économique, tout en réduisant le risque que le taux directeur atteigne sa limite plancher de zéro (Blanchard et al., 2010 ; Krugman, 2014 ; Ball, 2014).

Au total, l'inflation faible présente à la fois des avantages et des coûts suscitant la recherche d'une situation d'équilibre où l'inflation qui prévaudrait n'ait pas des répercussions négatives aux plans économique et social. A cet égard, les arguments militent en faveur d'une situation où le niveau d'inflation ne pénalise ni le pouvoir d'achat des travailleurs et des populations dans l'ensemble, ni la rentabilité des entreprises et ne défavorise ni les emprunteurs, ni les épargnants. En outre, l'économie devrait demeurer en permanence dans une situation éliminant toute incertitude sur l'inflation. Ces différents arguments en faveur d'une inflation raisonnable et n'alimentant pas l'incertitude fondent le questionnement sur le niveau d'inflation souhaitable dans l'économie ainsi que l'intervalle dans lequel l'inflation devrait évoluer pour être perçue comme étant stable par les agents économiques.

Les échecs des politiques monétaires de ciblage du taux de change et du ciblage monétaire constituent également des faits fondant la recherche d'un niveau d'inflation souhaitable dans l'économie.

## 1.2. Les échecs des politiques monétaires de ciblage du taux de change et de ciblage monétaire

### 1.2.1. Le ciblage du taux de change (La période de Bretton Woods)

La crise des années 1930 a provoqué un traumatisme dont les responsables politiques et leurs experts ont porté les stigmates dans les années 1940 (Siroen, 2001). Ces stigmates ont été aggravés par les conséquences désastreuses de la seconde guerre mondiale (1939-1945). Les différentes solutions recherchées pour sortir les économies des affres de la crise et de la guerre et garantir la stabilité financière internationale ont conduit à la révision du système monétaire international. C'est désormais l'ère Bretton Woods (1945-1971).

La période de Bretton-Woods est caractérisée par un système de change fixe où la devise clé est le dollar. Le dollar devient la seule monnaie directement convertible en or. Les autres monnaies nationales quant à elles ne restent que convertibles en dollar. Aussi, contrairement au système de l'étalon-or<sup>8</sup> (1880-1913) qui reposait sur un mécanisme d'ajustement automatique des balances de paiements et ainsi donc sur un non maniement de la politique monétaire, les banques centrales pouvaient intervenir sur le marché des changes pour soutenir leurs monnaies. Egalement, des prêts étaient accordés aux pays qui rencontraient des déficits de leurs balances des paiements afin de les dissuader de pratiquer des mesures protectionnistes (Bordo et al., 2001). Pendant cette période, on observe un fonctionnement relativement stable du système qui est en harmonie avec une croissance économique mondiale remarquable. En effet, les pays européens étant dans de sérieuses difficultés après

<sup>8</sup> La période de l'étalon-or était caractérisée par un système de taux de change fixe où la monnaie nationale de la plupart des pays voyait sa valeur directement fixer par rapport à l'or (la principale réserve internationale) et indirectement fixer par rapport aux monnaies nationales des autres pays.

la guerre, elles ont alors bénéficié de l'aide des Etats-Unis à travers le plan Marshall pour se reconstruire et se redresser économiquement. Cet appui a effectivement permis aux pays européens de se reconstituer et de rehausser le niveau de performance de leur économie. Mais, le revers de la médaille est que ces pays avec leurs reprises, devinrent des grands concurrents des Etats-Unis dans les échanges internationaux. Cette concurrence des pays européens a entraîné des pertes de débouchés des Etats-Unis et a accéléré les déficits de la balance des paiements des Etats-Unis. Au même moment, l'expansion des économies et du commerce international suscitaient des besoins accrus en dollar américain. Les Etats-Unis ne pouvaient injecter des dollars dans l'économie mondiale que s'ils acceptaient les déficits de leur balance des paiements : c'est le dilemme de Triffin. Cette situation où les dollars en circulation tendaient à augmenter plus vite que le stock d'or entraînait une perte progressive de la confiance des agents envers le dollar au plan international, car il y avait des craintes en ce qui concerne le maintien de la convertibilité en or du dollar. Ainsi, les besoins importants de l'économie mondiale en dollar se traduisaient paradoxalement par la perte de confiance envers cette monnaie du fait que les Etats-Unis n'arrivaient plus à conserver la valeur en or du dollar. La situation devenant explosive, les Autorités des Etats-Unis prirent, le 15 Août 1971, la décision historique de suspendre la parité or-dollar (Burda et Wyplosz, 2006). Le dollar est dévalué et en raison de l'ouverture des marchés des capitaux et des attaques spéculatives sur les devises, les pays laissent aussi flotter librement leurs monnaies entre elles. La parité est maintenant déterminée par l'offre et la demande de monnaie sur le marché des changes. En tout, le système de Bretton Woods s'effondre définitivement.

L'effondrement du système de taux de change fixes de Bretton Woods avec pour corollaire la forte inflation dans les années 1970, a conduit les banques centrales à recourir au ciblage monétaire dans la conduite de la politique monétaire.

### 1.2.2. Le ciblage monétaire

Le ciblage monétaire stipule que l'accroissement de la masse monétaire devrait être compatible avec l'évolution de l'activité économique afin d'assurer la maîtrise de l'inflation. Ainsi, les banques centrales peuvent faire usage de leurs instruments de politique monétaire pour contrôler la croissance de la masse monétaire et influencer sur l'évolution du niveau général des prix. Cette stratégie trouve son explication dans la théorie quantitative de la monnaie défendue par les monétaristes, en l'occurrence Milton Friedman. Elle est décrite par l'équation  $MV = PY$  stipulant que la circulation de la monnaie ( $MV$ ) couvre toutes les transactions dans une économie ( $PY$ ).  $M$  est la masse monétaire nominale (soit  $M1$ , qui correspond à la monnaie fiduciaire et les dépôts à vue, ou  $M2$ , qui est la somme de  $M1$  plus les dépôts à terme) ;  $V$  est la vitesse de circulation de la monnaie ;  $P$  est le niveau général des prix et  $Y$  est la production totale de biens et services en volume. Cette théorie sous-tend que la vitesse de circulation de la monnaie  $V$  est assez stable dans une économie et que la production  $Y$  ne varie pas, car elle reflète le niveau de plein-emploi. En conséquence, toute variation de la masse monétaire  $M$  se transmet directement au prix  $P$ . Toute augmentation (diminution) de la masse monétaire entraîne une hausse (baisse) du niveau général des prix et est sans effet sur la production.

La politique de ciblage monétaire présente des avantages par rapport au système de taux de change fixe de Bretton Woods, en permettant notamment plus d'indépendance de la politique monétaire dans la prise en compte des objectifs internes face aux chocs exogènes. Cependant, cette stratégie a connu des échecs dans plusieurs pays, en raison de l'instabilité persistante de la relation entre la croissance monétaire et l'inflation, accentuée par les innovations financières et la libéralisation financière des années quatre-vingt. Ces innovations financières durant cette période marquée par les progrès rapides de la technologie financière constituaient une source d'instabilité de la demande de monnaie. Par ailleurs, le financement monétaire des politiques budgétaires demeure un facteur ayant limité l'indépendance des banques centrales dans la conduite efficace de leurs politiques de ciblage monétaire (Fiti et Goux, 2011).

L'effondrement du système de taux de change fixes de Bretton Woods ainsi que l'échec du ciblage monétaire dans les années 1970-1980 ont conduit les banques centrales à adopter la politique monétaire de ciblage de l'inflation comme solution plus pragmatique pour assurer la stabilité des prix (Hammond, 2012). Comme le soulignent Masson et al. (1997), l'adoption de ce cadre de politique monétaire de ciblage de l'inflation par la plupart des banques centrales a été une réponse pratique aux difficultés qu'elles ont rencontrées dans la conduite de leur politique monétaire de ciblage du taux de change ou d'un agrégat monétaire comme principal objectif intermédiaire. Aujourd'hui, la politique monétaire de ciblage de l'inflation demeure la

stratégie la plus appliquée par les banques centrales dans la réalisation de leur objectif de stabilité des prix. Elle consiste à mettre directement l'accent sur l'inflation elle-même à travers la définition d'une cible de taux d'inflation claire pour assurer l'objectif de stabilité des prix (Diaw et Sall, 2018).

## II- LA POLITIQUE MONETAIRE DE CIBLAGE DE L'INFLATION : DEFINITION, CARACTERISTIQUES ET REVUE D'EXPERIENCES

L'analyse de la mesure de l'objectif de stabilité des prix s'inscrit dans le cadre institutionnel de conduite de la politique monétaire axée sur le ciblage de l'inflation.

### 2.1. Définition et caractéristiques du ciblage de l'inflation

Plusieurs définitions du ciblage de l'inflation sont proposées dans la littérature<sup>9</sup>. Une définition qui retient l'attention est celle de Mishkin (2000) qui définit le ciblage de l'inflation comme étant « *une stratégie de politique monétaire qui comprend cinq principaux éléments : 1) l'annonce publique de cibles numériques d'inflation à moyen terme ; 2) un engagement institutionnel en faveur de la stabilité des prix en tant qu'objectif principal de la politique monétaire, auquel les autres objectifs sont subordonnés ; 3) une stratégie d'information inclusive dans laquelle plusieurs variables, et pas seulement les agrégats monétaires ou le taux de change, sont utilisées pour décider de la mise en place des instruments de politique ; 4) une transparence accrue de la stratégie de politique monétaire par le biais d'une communication avec le public et les marchés sur les plans, les objectifs et les décisions des autorités monétaires ; et 5) une responsabilité accrue de la banque centrale dans la réalisation de ses objectifs en matière d'inflation.* »

Au regard de cette définition, deux principales caractéristiques peuvent être associées à un régime de ciblage d'inflation. Une de ces caractéristiques concerne les cibles numériques d'inflation à atteindre à un horizon donné ou à maintenir en permanence. A ce niveau, il peut s'agir soit d'une cible ponctuelle, c'est à dire d'un seul chiffre, soit d'une fourchette cible, à savoir un intervalle dans lequel devrait se situer l'inflation, soit d'une cible ponctuelle avec une marge de tolérance. La marge de tolérance spécifie les écarts par rapport à l'objectif ponctuel qui peuvent être considérés comme acceptables en temps normal. En outre, une cible ponctuelle avec une marge de tolérance signifie que la banque centrale vise toujours à ramener l'inflation à l'objectif ponctuel à la différence d'une fourchette cible où la banque centrale est obligée de ramener l'inflation à n'importe quel niveau à l'intérieur de l'intervalle sans nécessairement viser une cible ponctuelle préalablement annoncée (Apel et Claussen, 2017). Dans tous les cas de figure, les autorités monétaires devraient situer l'inflation à un niveau relativement bas et stable pour éviter aux agents économiques de subir les coûts liés à une inflation élevée et volatile. La mesure du niveau général des prix principalement suivie par les banques centrales est l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) et les horizons fixés tiennent compte de la durée de transmission des actions de politique monétaire sur les prix. A cet effet, la trajectoire de l'inflation servant de base d'analyse est celle de l'inflation sous-jacente (inflation de base), c'est-à-dire, l'inflation calculée en excluant du panier des biens, les composantes dont les prix sont très volatiles (à court terme).

La deuxième caractéristique est que le ciblage de l'inflation rime avec la mise en place d'un cadre clair et explicite offrant les moyens aux Autorités monétaires d'exploiter toutes informations susceptibles de contribuer à la réalisation de l'objectif de politique monétaire fixé en toute transparence et cohérence. Comme le soulignent Bernanke et Mishkin (1997), le ciblage de l'inflation constitue un cadre de politique monétaire, dont le principal avantage est d'accroître la transparence et la cohérence de la politique, en imposant à la banque centrale d'utiliser les modèles de l'économie, en conjonction avec toutes les informations pertinentes, pour déterminer la mesure de politique monétaire la plus susceptible d'atteindre l'objectif d'inflation, puis de la mettre en œuvre.

La mise en œuvre d'un tel cadre de politique monétaire implique l'existence de certaines conditions fondamentales, notamment l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis des autorités budgétaires (absence de dominance budgétaire) et un système financier sain.

<sup>9</sup> Fitti et Goux (2011) fournissent une compilation de définitions du ciblage de l'inflation dans leur étude sur le sujet.

Outre le mandat clair d'indépendance de la banque centrale dans le choix des instruments de politique monétaire nécessaires à la réalisation de l'objectif de stabilité des prix, la banque centrale ne devrait pas subir la dominance budgétaire, c'est-à-dire, une situation dans laquelle les considérations de politique budgétaire jouent un rôle prépondérant dans les décisions de politique monétaire (Agénor et Da Silva, 2019 ; Lucotte, 2015). A cet égard, le renforcement de la discipline budgétaire est largement reconnu par la plupart des économistes comme un préalable primordial à l'adoption d'une politique de ciblage de l'inflation. L'Etat doit maintenir le déficit budgétaire à un niveau relativement faible et soutenable, afin de limiter la possibilité de financer le déficit par émission monétaire. Un déficit budgétaire non maîtrisé se traduirait par un accroissement du poids et du service de la dette qui affecterait la vulnérabilité du pays. En effet, l'augmentation continue du fardeau de la dette pourrait susciter une inquiétude chez les créanciers quant à la solvabilité du gouvernement et les rendrait réticents à accorder de nouveaux financements à l'Etat. Les difficultés de financement par la dette conjuguées à la dégradation du solde budgétaire pourraient contraindre l'Etat à recourir à l'émission monétaire pour combler le déficit, ce qui a alors pour conséquence d'exacerber les tensions inflationnistes et de porter atteinte à la crédibilité de la banque centrale dans la conduite de sa politique monétaire.

Un système financier sain facilite la conduite de la politique monétaire en permettant à la banque centrale d'être plus focalisée sur la réalisation de l'objectif d'inflation fixé. En effet, la défaillance du système financier limite la capacité des Autorités monétaires à manipuler les instruments de politique monétaire, notamment le taux d'intérêt dans le sens visant la maîtrise de l'inflation, car la banque centrale est contrainte d'intervenir en favorisant l'approvisionnement des institutions financières en liquidité suffisante. Tout en palliant les contraintes de liquidité des banques, cette injection de liquidité peut générer de l'inflation et donc fragiliser la politique monétaire. A cet égard, le renforcement de la surveillance prudentielle est nécessaire dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire de ciblage de l'inflation.

## 2.2. Revue d'expériences

Le ciblage de l'inflation fut adopté pour la première fois par la Nouvelle Zélande en 1990, après la période d'inflation non maîtrisée qu'elle a traversée dans les années 70 et 80, comme ce fut le cas dans bon nombre de pays au plan mondial. En annonçant l'adoption de ce régime, la Banque de Réserve de la Nouvelle Zélande a précisé que ses caractéristiques clés étaient une cible d'inflation pour la politique monétaire (fourchette cible 1%-3%), une indépendance de la banque centrale et un engagement de la banque centrale à atteindre son objectif d'inflation et de rendre publiques ses actions. Elle fut suivie par la Banque du Canada (1991), la Banque d'Angleterre (1992), la Riksbank de la Suède (1993) et la Banque de Réserve d'Australie (1993). Le ciblage de l'inflation s'est par la suite répandu dans le monde au fil du temps. Comme l'indique le tableau N°2 ci-dessous, en 2022, près de 73 banques centrales<sup>10</sup> ont été dénombrées comme banques centrales adoptant une cible d'inflation, contre 26 banques centrales en mars 2010 [voir Roger (2010)]. La cible ponctuelle avec bande de tolérance est la plus dominante dans la pratique. Toutefois, la cible ponctuelle a été plus adoptée après 2010, en dépit du fait qu'aucune des 26 banques centrales ne la pratiquait en 2010. En outre, il ressort des informations sur les banques centrales que la plupart des banques centrales des pays avancés en Amérique, en Europe et en Asie pratiquant une cible d'inflation ont choisi un niveau cible égal à 2% ou proche de 2%. Il s'agit notamment de la Réserve Fédérale des Etats-Unis (2%), la Banque d'Angleterre (2%), la Banque de Norvège (2%), la Banque de Suède (2%), la Banque du Japon (2%), la Banque de Corée (2%), la Banque Centrale Européenne (niveau inférieur mais proche de 2%), la Banque Nationale Suisse (niveau inférieur à 2%). La Banque du Canada (2% avec bande de tolérance de 1%-3%), la Banque de Réserve de la Nouvelle Zélande (2% avec bande de tolérance de 1%-3%) et la Banque Nationale Tchèque (2% avec bande de tolérance de 1%-3%).

Aux Etats-Unis plus particulièrement, l'adoption de la cible d'inflation de 2% en janvier 2012 a été précédée d'un débat<sup>11</sup> au niveau du Comité de Politique Monétaire de la Réserve Fédérale (appelé Federal Open Market Committee (FOMC)) entamé depuis 1995. Contrairement au récent débat international portant sur la modification de la valeur de la cible d'inflation, le débat aux USA opposait le groupe de Greenspan qui était contre la définition chiffrée d'une cible d'inflation à celui de Bernanke qui

<sup>10</sup> Les informations ont été recueillies sur le site [www.centralbanknews.info](http://www.centralbanknews.info), consulté le 13/09/23.

<sup>11</sup> Voir Carré (2013) pour plus de détails sur l'évolution du débat de 1995 à 2012.

militait en faveur de l'adoption d'une cible d'inflation numérique. Selon Greenspan, la définition de la stabilité des prix est plus qualitative que quantitative car elle varie dans le temps et l'incertitude est grande sur sa mesure exacte. En outre, fixer la stabilité des prix à travers la détermination d'une mesure comporterait des coûts économiques, notamment la réduction de la flexibilité et l'augmentation de la rigidité ainsi que la gestion sous-optimale de l'arbitrage inflation-production. Pour Bernanke, la cible d'inflation de 2% est suffisamment élevée pour assurer des taux d'intérêt réels bas et prévenir la déflation. Ensuite, ce niveau est suffisamment bas pour bénéficier des gains de l'inflation faible et stable, à savoir la réduction de l'incertitude permettant aux agents économiques de prendre des décisions sans se préoccuper de l'inflation et ses coûts. Le niveau de 2% serait également optimal car l'inflation et les anticipations d'inflation américaines seraient à ce niveau depuis des années et bon nombre de banques centrales ont choisi ce niveau (Carré, 2013).

Tableau N°2 : Répartition des banques centrales par type de cible d'inflation adoptée

Années	Types de cible d'inflation			
	Cible ponctuelle	Cible ponctuelle avec bande de tolérance	Bande de tolérance	Total
2010	0	19	7	26
2022	15	35	23	73

Source : L'auteur

**Note :** Le tableau a été élaboré à partir des informations de 2022 sur le site [www.centralbanknews.info](http://www.centralbanknews.info) et celles de 2010 dans le travail de Roger (2010).

Le rapprochement des informations de Roger (2010) et celles sur les banques centrales (Tableau N°3, ci-dessous), révèle que certaines banques centrales ont modifié leur cible d'inflation initialement définie au moment de l'option du ciblage. Par exemple, la Banque de Réserve de la Nouvelle Zélande, est passée de la fourchette cible de 1%-3% en 1990 à une cible ponctuelle de 2% avec bande de tolérance de 1%-3% en 2022, la Banque Nationale Tchèque de 3% avec bande de tolérance de 2%-4% à 2% avec bande de tolérance de 1%-3% en 2022, la Banque de Norvège de 2,5% avec bande de tolérance de 1,5%-3,5% à une cible ponctuelle de 2%, la Banque de Corée (2%) de 3% avec bande de tolérance de 2%-4% à une cible ponctuelle de 2%. Dans l'ensemble, il a été procédé à une revue à la baisse de la cible d'inflation et dans plusieurs des cas la révision a consisté à rapprocher la cible le plus possible ou la maintenir au niveau de 2%.

Tableau N°3 : Cible d'inflation de certains pays en 2010 et 2022

Pays	Année d'adoption du ciblage de l'inflation	Cible à l'année d'adoption	Cible en 2022
Nouvelle-Zélande	1990	1% - 3%	2% +/-1%
Canada	1991	2% +/-1%	2% +/-1%
Royaume-Uni	1992	2% +/-1%	2%
Suède	1993	2% +/-1%	2%
Australie	1993	2% - 3%	2% - 3%
République Tchèque	1997	3% +/-1%	2% +/-1%
Israël	1997	2% +/-1%	1% - 3%
Pologne	1998	2,5% +/-1%	2,5% +/-1%
Brésil	1999	4,5% +/-2%	3,75% +/-1,5%
Chili	1999	3% +/-1%	3% +/-1%
Colombie	1999	2% - 4%	3% +/-1%
Afrique du Sud	2000	3% - 6%	3% - 6%
Thaïlande	2000	0,5% - 3%	1% - 3%
Corée du Sud	2001	3% +/-1%	2%
Mexique	2001	3% +/-1%	3% +/-1%
Irlande	2001	2,5% +/-1,5%	2,5%
Norvège	2001	2,5% +/-1%	2%
Hongrie	2001	3% +/-1%	3% +/-1%
Pérou	2002	2% +/-1%	2% +/-1%
Philippines	2002	4,5% +/-1%	3% +/-1%
Guatemala	2005	5% +/-1%	4% +/-1%
Indonésie	2005	4% - 6%	3% +/-1%
Roumanie	2005	3,5% +/-1%	2,5% +/-1%
Turquie	2006	6,5% +/-1%	5% +/-2%
Serbie	2006	4% - 8%	3% +/-1,5%
Ghana	2007	14,5% +/-1%	8% +/-2%

Source : L'auteur

**Note :** Le tableau a été élaboré à partir des informations de 2022 sur le site [www.centralbanknews.info](http://www.centralbanknews.info) et celles de 2010 dans le travail de Roger (2010).

### III. LES ANALYSES SUR LA DETERMINATION DE LA CIBLE D'INFLATION DE REFERENCE

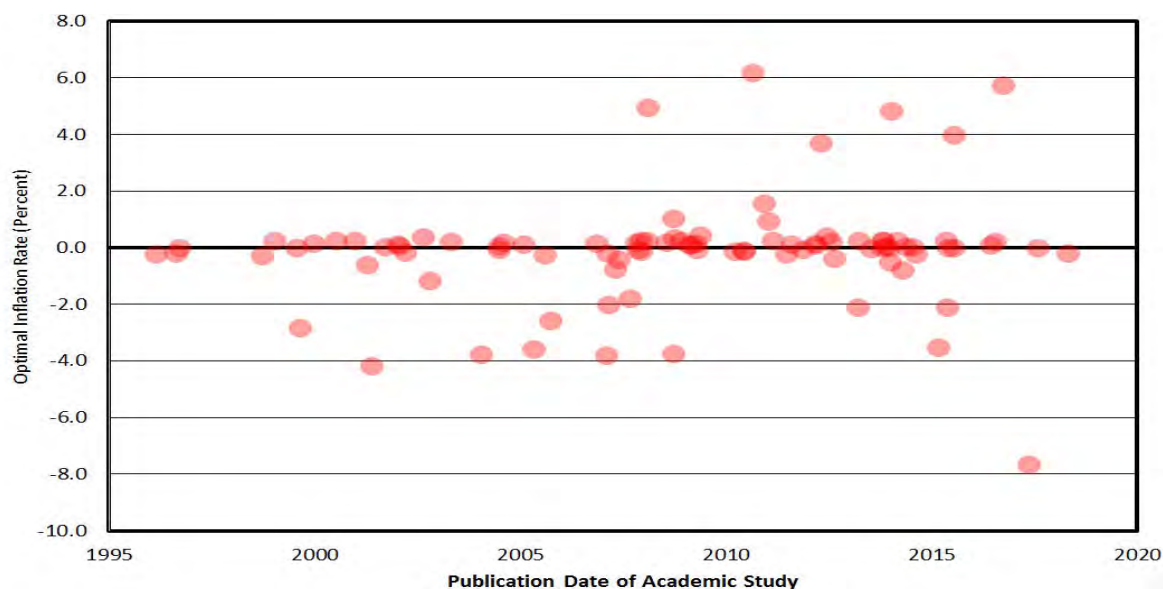
#### 3.1. Choix institutionnel

La revue d'expérience exposée plus haut laisse transparaître que bon nombre de banques centrales ont adopté une cible d'inflation de 2 % ou proche de 2%. Le choix de ce niveau de 2% demeure beaucoup plus un choix institutionnel qu'une option découlant des résultats de travaux scientifiques spécifiques menés au sein des banques centrales. La pratique du ciblage de l'inflation a précédé la recherche sur le sujet. Comme le soulignent Apel et al. (2017), la cible de 2% qui apparaît comme étant une sorte de norme pour les objectifs d'inflation n'est pas liée au fait que la recherche ait établie que ce chiffre était le plus approprié mais reposait sur une lecture pratique par les banques centrales de la dynamique de l'inflation ainsi que des comportements des agents économiques vis-à-vis des niveaux de variation de l'inflation. Pour ces banques centrales, 2% semblait être un niveau raisonnable (suffisamment bas) ne constituant pas une préoccupation pour les agents économiques dans leurs prises de décisions (Apel et al., 2017 ; Anota, 2013, Carré, 2013). La plupart des banques centrales ont ainsi ciblé un taux d'inflation de 2%, un chiffre jugé suffisamment faible pour réduire le risque d'un dérapage de l'inflation et suffisamment élevé pour préserver l'économie de la déflation (Anota, 2013).

#### 3.2. Aperçu sur les travaux scientifiques

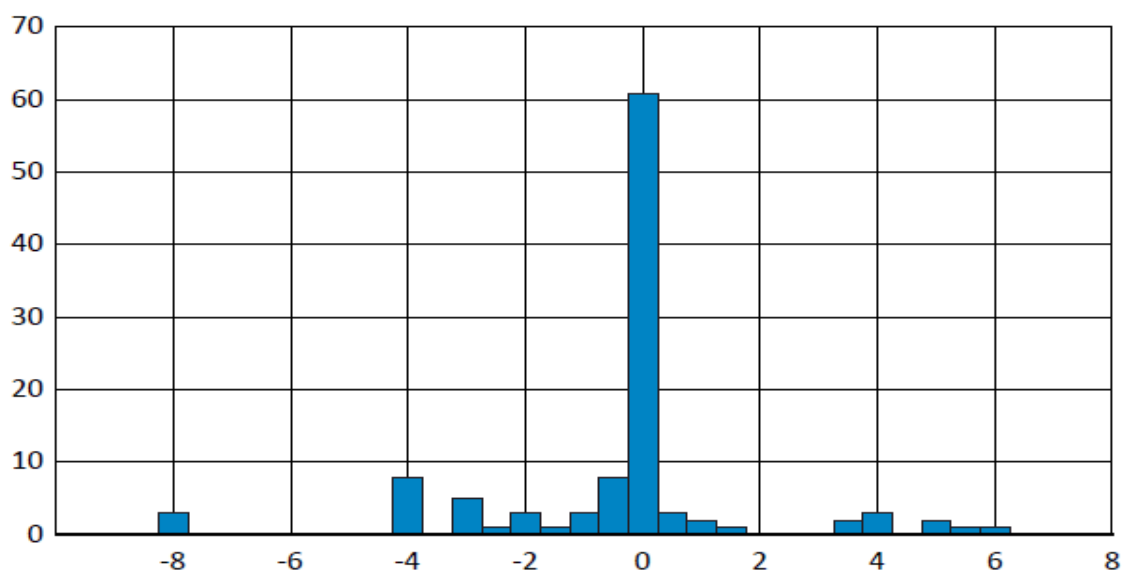
La pratique du ciblage de l'inflation a suscité la réalisation de travaux de recherche visant à estimer un niveau cible d'inflation de référence dans diverses économies. Diercks (2017) fournit une description dans le graphique N°1, ci-après, des résultats de 100 études recensées dans la littérature ayant déterminé un taux d'inflation cible de référence avec l'année de publication de chaque étude. En outre, Apel et al. (2017) regroupent ces études par cibles similaires déterminées, en s'appuyant sur les résultats compilés par Diercks (2017) (Voir graphique N°2, ci-dessous).

Graphique N°1 : Résultats de 100 études recensées par Diercks (2017) dans le temps



Source : Diercks (2017)

Graphique N°2 : Résultats des cibles d'inflation identifiées



Source : Apel et al. (2017)

A l'analyse, trois grandes catégories de cible d'inflation de référence ressortent de ces études, à savoir les cibles de taux d'inflation négatives, la cible de taux d'inflation égal à zéro et la cible de taux d'inflation positive. Les études concluent majoritairement au taux d'inflation cible égal à zéro. Les résultats globaux ne permettent pas d'établir un consensus, en raison des écarts observés non seulement dans les études mais également entre ces études et la pratique dans la mesure où les études suggèrent des objectifs d'inflation considérablement plus bas que ceux effectivement choisis par les banques centrales, en l'occurrence 2% comme cible d'inflation.

Hormis ces études reposant sur des modèles théoriques incorporant des fonctions d'optimisation, d'autres travaux empiriques se sont focalisés sur la relation non linéaire entre l'inflation et la croissance économique pour déterminer un seuil d'inflation favorable à la croissance. Une synthèse des travaux empiriques est fournie dans le tableau N°4, ci-dessous. Ces travaux aboutissent à des résultats différents car les seuils d'inflation déterminés ne sont pas identiques suivant les groupes d'économies considérés. A titre illustratif pour la zone UEMOA, Combey et Nubukpo (2010) trouve un seuil d'inflation de 8,08% alors que Nduricimpa et al. (2016) déterminent un seuil de 1,03% et que l'étude de Sall (2020) établit un seuil de 3,9%. Il ressort de ces travaux empiriques que le seuil est demeuré dynamique pour des études dont les données ont été arrêtées à des périodes relativement rapprochées, à savoir 2008, 2011 et 2016 pour les études de Combey et Nubukpo (2010), Nduricimpa et al. (2016) et Sall (2020) respectivement.



Tableau N°4 : Synthèse des études empiriques

Auteur (s)	Nombre de pays dans l'échantillon de l'étude	Période couverte par l'étude	Seuils de référence déterminés
Sarel (1996)	87 pays développés et en développement	1970-1990	8%
Khan et Senhadji (2001)	140 pays industrialisés et en développement	1960-1998	11% pour tous les pays, 1% pour les pays industrialisés et 11% pour les pays en développement
Drukker et al. (2005)	138 pays	1950-2000	19,16% pour tous les pays et deux seuils de 2,57% et 12,61% pour les pays industrialisés
Pollin et Zhu (2006)	80 pays à revenu moyen et à faible revenu	1961-2000	15% et 18%
Bick (2010)	40 pays en développement	1960-2004	12,03% et 19,16%.
Combey et Nubukpo (2010)	Les pays de l'UEMOA excepté la Guinée-Bissau	1980-2008	8,08%
López-Villavicencio et Mignon (2011)	44 pays émergents et avancés	1961-2007	17,5% pour les pays émergents et 2,7% pour les pays avancés
Selefeng et al. (2013)	Les pays de la Communauté de développement de l'Afrique Australe (SADC)	1980-2008	18,9%
Ndoricimpa et al. (2016)	Les pays de la CEMAC, de la COMESA, de la SADC, de l'UEMOA et de la ZMAO	CEMAC (1970-2011), COMESA (1970-2011), SADC (1970-2011), UEMOA (1965-2011) et ZMAO (1965-2011)	CEMAC (1,38%), COMESA (13,13%), SADC (12,77%), UEMOA (1,03%) et ZMAO (8,15%)
Ibarra et Trupkin (2016)	138 pays développés et en développement	1950-2009	4,5% pour les pays développés et 19,1% pour les pays en développement
Sall (2020)	Les pays de l'UEMOA excepté la Guinée-Bissau	1980-2016	3,9% avec marge de 2,7% à 4,1%.

Source : L'auteur

En résumé, les travaux scientifiques n'offrent pas la possibilité de tirer une conclusion définitive sur le niveau approprié de la cible d'inflation, en raison des niveaux divergents de cibles obtenus.

### 3.3. Tendances récente des débats

Un récent débat a été engagé au plan international à la suite de la crise financière de 2008 et de celle liée à la pandémie de la Covid-19 sur la question de savoir si les banques centrales devraient relever le niveau cible d'inflation de 2%. Pour rappel, Blanchard et al. (2010) soulevaient le débat en ces termes à la suite de la crise financière de 2008 : Les responsables politiques devraient-ils viser un taux d'inflation cible plus élevé en temps normal, afin d'accroître la marge de manœuvre de la politique monétaire pour réagir en cas de chocs? Concrètement, les coûts nets de l'inflation sont-ils beaucoup plus élevés à 4%, par exemple, qu'à 2%, la cible actuelle ? Est-il plus difficile d'ancrer les attentes à 4% qu'à 2%?

Deux tendances se dégagent de ce débat. En effet, certains économistes soutiennent le relèvement de la cible, en soulignant son principal avantage en situation de crise. Par exemple, plusieurs économistes se sont regroupés pour suggérer à la Réserve fédérale de relever l'objectif d'inflation (Diercks, 2017). En revanche, d'autres s'y opposent en mettant en exergue les capacités des banques centrales à réagir en situation de crise mais également les coûts liés à un relèvement de la cible de 2%.

L'argument des auteurs se positionnant en faveur du relèvement de la cible est que, avec la cible d'inflation de 2% dans un contexte de crise, comme ce fut le cas avec la crise financière de 2008 et la crise liée à la pandémie de la Covid-19, la banque centrale pourrait réagir en abaissant le taux directeur, mais ce taux pourrait baisser jusqu'à sa limite de zéro avant que l'économie n'ait été suffisamment stimulée. Dans ce cas, la récession économique et le chômage élevé peuvent se prolonger, sans que la banque centrale puisse y mettre fin par de nouvelles baisses du taux directeur (Blanchard et al., 2010 ; Krugman, 2012<sup>12</sup> et Ball, 2014). Ainsi, le principal avantage qu'ils évoquent est que le relèvement de la cible permettrait à la banque centrale de disposer d'une plus grande marge de manœuvre dans la conduite de sa politique monétaire de baisse de son taux directeur visant à faire face à la récession économique et contrecarrer la crise, sans forcément que le taux directeur n'atteigne la borne limite de zéro. Dans ce cas, le relèvement de la cible contribuerait à réduire la fréquence où le taux directeur s'affiche à sa borne limite de zéro. Blanchard et al. (2010), Krugman (2012) et Ball (2014) proposaient initialement une cible d'inflation de 4%, estimant que cette cible ne paraît pas préjudiciable pour les agents économiques et la conduite de la politique monétaire. Ces derniers mois, notamment en août 2023, Krugman et Blanchard suggéraient une cible de 3%<sup>13</sup> pour la zone euro et les Etats-Unis avec le même argument ci-dessus évoqué.

En revanche, les auteurs s'opposant au relèvement de la cible indiquent que les mesures de politique monétaire non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales pendant les crises offrent des marges de manœuvre aux banques centrales leur permettant d'intervenir en complément à la politique monétaire conventionnelle de modification du taux directeur. De plus, un relèvement de la cible risquerait d'engendrer les coûts de l'inflation élevée susmentionnés, notamment les coûts sociaux liés à la redistribution des richesses. Par ailleurs, un changement de cible pourrait entraîner une perte de crédibilité de la banque centrale.

Les mesures non conventionnelles<sup>14</sup> renvoient aux stratégies des banques centrales consistant, d'une part, à contourner les banques en prêtant directement aux institutions financières non bancaires et aux institutions non financières privées et publiques, et d'autre part, à acheter des actifs (des titres) financiers auprès des banques dans le but d'alimenter ces dernières en liquidités suffisantes (Drumetz et Pfister, 2010). A ces stratégies s'ajoute le « guidage prospectif » des banques centrales ou « *forward guidance* » en anglais qui consiste en la communication systématique sur les futures actions de politique monétaire, notamment les annonces d'informations sur la trajectoire future de leurs taux directeurs et sur leurs futurs achats d'actifs. Le « guidage prospectif » vise à orienter les anticipations de taux d'intérêts des agents économiques. Ces différentes mesures ont été mises en œuvre à la suite de l'avènement de la crise financière de 2008 et de la pandémie de la Covid-19 où les premières réactions des banques centrales pour faire face à ces crises se sont traduites par des baisses des taux directeurs à leur niveau

<sup>12</sup> La proposition de Paul Krugman faite en 2012 lors de son discours tenu au New Insights in Business and Finance 2012, organisé par le Tjld, L'Echo, Petercam et Ernst & Young a été relayée sur le site « [www.lecho.be](http://www.lecho.be) », à partir du lien <https://www.lecho.be/economie-politique/internationale/economie/krugman-il-faut-une-inflation-a-4-en-zone-euro/9192686.html>

<sup>13</sup> Cette information est notamment relayée sur le site « [www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) », à partir du lien [https://www.lemonde.fr/en/economy/article/2023/08/27/economists-reconsider-the-2-inflation-target\\_6110208\\_19.html](https://www.lemonde.fr/en/economy/article/2023/08/27/economists-reconsider-the-2-inflation-target_6110208_19.html)

<sup>14</sup> Voir Kanga (2021) pour plus de détails sur les mesures non conventionnelles.

plancher de zéro ou proche de zéro. A titre illustratif, la Fed et la BCE ont procédé à des achats de titres à la suite de la pandémie de la Covid-19. Le portefeuille d'actifs détenus par la Fed a ainsi augmenté de 3.900 à 6.600 milliards de dollars entre mars et décembre 2020. En outre, le programme d'urgence d'achat de titres en cas de pandémie (PSPP) de la BCE a été réévalué à 1.850 milliards d'euros en décembre 2020, contre un montant initial de 600 milliards d'euros à son lancement en mars 2020. Par ailleurs, Fratto et al. (2021) mentionnent qu'au moins 50 programmes d'achats d'actifs ont été initiés dans 27 pays émergents et en développement entre mars et août 2020 pour un montant de 129.146 milliards de dollars.

En termes de résultats, un quasi-consensus sur la pertinence et l'efficacité des mesures non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales est observé dans le contexte de taux d'intérêt proche de zéro après la crise financière. Globalement, ces mesures se sont révélées assez efficaces pour prévenir de nouvelles difficultés financières, rétablir le fonctionnement des marchés financiers et assouplir les conditions de financement. Elles ont eu des effets bénéfiques sur la croissance économique et le chômage, même si les effets macroéconomiques de ces mesures sont difficiles à évaluer.

S'agissant des coûts sociaux liés à la redistribution des richesses, une hausse de la cible pourrait induire un transfert de richesse des prêteurs aux emprunteurs ainsi qu'une baisse du pouvoir d'achat des ménages, tout en pénalisant les travailleurs qui se retrouveraient avec de faibles salaires réels. A ce sujet, des travaux à la Banque du Canada estiment que chaque augmentation de la cible d'un point de pourcentage entraînerait, pour le secteur des ménages, une perte d'environ 0,6 point de pourcentage de sa richesse initiale, ce qui est d'une ampleur comparable à 4% du PIB annuel (Banque du Canada, 2016).

Concernant la crédibilité de la banque centrale, les auteurs tels que Bernanke (2010a ; 2010b) et Mishkin (2011) affirment que les banques centrales risqueraient de perdre grandement leur crédibilité durement acquise avec le niveau cible d'inflation bas. Pour eux, l'inflation serait plus élevée et probablement plus volatile dans le cadre d'une politique de relèvement de la cible d'inflation à 4%, car les agents économiques sont susceptibles de croire que la stabilité des prix n'est plus un objectif crédible de la banque centrale et se poseraient alors la question allant dans le sens du genre "si un niveau d'inflation de 4% est acceptable, pourquoi pas 6%, ou 8%, et ainsi de suite ?".

Dans les faits, les banques centrales demeurent attachées à la cible institutionnelle d'inflation de 2% qui leur paraît raisonnable et pour laquelle elles détiennent plus d'expériences dans la conduite de la politique monétaire et que les agents économiques se sont largement appropriés dans leurs prises de décisions. Par exemple, à la suite de la pandémie de la Covid-19 et du conflit entre la Russie et l'Ukraine ayant induit une pression inflationniste, écartant l'inflation de sa cible ou sa fourchette cible dans plusieurs pays, la plupart des banques centrales de ces pays ont clairement affiché leur priorité de mettre en œuvre des stratégies visant à ramener l'inflation à des niveaux très proches de sa cible de 2% ou dans sa fourchette cible sans marquer un intérêt fondé pour un quelconque relèvement de la cible. Ces stratégies se traduisent par des augmentations successives des taux directeurs au cours de l'année 2022 jusqu'à présent.

#### IV. ENSEIGNEMENTS POUR LA BCEAO

La réforme institutionnelle de l'UMOA et de la BCEAO, entrée en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> avril 2010 a défini clairement l'objectif de la politique monétaire de la BCEAO tout en renforçant son indépendance à travers l'institution d'un nouvel organe interne à la banque Centrale chargé de la formulation de la politique monétaire. Il s'agit du Comité de Politique Monétaire. Désormais, comme la plupart des banques centrales modernes, la BCEAO poursuit prioritairement et explicitement un objectif de stabilité des prix assigné à la politique monétaire. Sans préjudice de cet objectif, la Banque Centrale apporte son soutien aux politiques économiques des Etats membres de l'Union en vue d'une croissance saine et durable. Sur cette base et conformément à ses attributions, le Comité de Politique Monétaire de la BCEAO a, à l'issue de sa première réunion, tenue en septembre 2010, retenu un taux d'inflation en glissement annuel de 2% avec une marge de fluctuation comprise entre 1% et 3% sur un horizon précis de 24 mois comme cible d'inflation pour assurer l'objectif de stabilité des prix dans l'UEMOA (BCEAO, 2010). Cette stratégie vise à offrir un point d'ancrage nominal aux anticipations d'inflation des agents économiques et à garantir la cohérence du processus de décision des Autorités monétaires. Sur le plan opérationnel, le cadre de politique monétaire est organisé autour de la fixation de taux d'intérêt directeurs et de coefficients de réserves obligatoires compatibles avec l'objectif de stabilité des prix.

La période 2010-2019 a été marquée par une bonne maîtrise de l'inflation qui s'est maintenue dans l'intervalle défini de 1-3%. L'inflation s'est située, en moyenne, à 1,2% sur cette période. Le contexte de faible inflation et l'absence de contraintes sur la couverture externe de la monnaie ont conféré à la BCEAO des marges de manœuvre suffisantes pour conduire une politique monétaire en soutien à la croissance des économies de l'Union. La croissance économique est ressortie, en moyenne, à 6,4% sur la période 2012-2019.

Si les économies de l'UEMOA ont été peu impactées par la crise financière de 2008, car elles étaient relativement peu intégrées au système financier international, elles n'ont pas pu échapper aux effets négatifs sévères de la crise liée à la pandémie de la Covid-19 survenue dans l'Union en mars 2020. A cet égard, la BCEAO est intervenue à travers des mesures graduelles pour améliorer la liquidité du système bancaire et apporter son soutien aux Etats membres de l'Union, en leur permettant de mobiliser plus facilement des ressources à faible coût sur le marché financier régional, en vue du financement des plans de riposte face à la pandémie et de relance économique. Parmi ces mesures figure la baisse de 50 points de base des taux directeurs par la BCEAO. Le principal taux, à savoir le taux d'intérêt minimum de soumission aux opérations d'appels d'offres d'injection de liquidité, est passé ainsi de 2,50% (niveau avant la survenance de la Covid-19 en mars 2020 dans l'UEMOA) à 2,00% en juin 2020. En termes de résultats obtenus, ces mesures ont permis d'apaiser totalement les craintes des banques quant à une éventuelle pénurie de liquidité et de défendre les conditions monétaires. En outre, elles ont contribué à défendre les conditions de financement des Etats facilitant ainsi la bonne exécution des mesures prévues dans le cadre des plans de relance économique.

D'une manière générale, les facilités mises en place par la BCEAO et le maintien des taux directeurs à des niveaux bas ont permis de défendre les conditions de financement et de soutenir la relance économique dans l'Union. Comparées à d'autres régions d'Afrique, les économies de l'UEMOA se sont montrées plus résilientes face à la crise en 2020 et l'activité économique a repris plus fortement en 2021. La croissance dans la zone est ressortie à 6,1% en 2021, après 1,4% en 2020 contre respectivement 4,0% et -1,7% pour l'Afrique au Sud du Sahara en 2021 et 2020.

En ramenant le débat international sur le relèvement de la cible d'inflation de 2% dans le contexte de l'UEMOA, quatre enseignements pourraient être tirés.

Premièrement, il conviendrait de souligner que le taux directeur de la BCEAO n'a plus baissé (le niveau de 2% n'a pas bougé) depuis juin 2020 jusqu'à la mise en place des actions de normalisation de la politique monétaire entamées récemment par les Autorités monétaires. Ainsi, la principale raison des auteurs justifiant le relèvement de la cible d'inflation de 2%, c'est-à-dire le fait que le taux directeur a atteint la borne limite de zéro dans les pays avancés alors même que ces crises persistaient, n'est pas observée dans l'UEMOA. En outre, chronologiquement, la décision de baisse du taux directeur de la BCEAO est entrée en vigueur le 24 juin 2020 alors que les actions d'amélioration de la liquidité des banques et de soutien des Etats dans la

mobilisation des ressources à des coûts bas ont été entreprises en mars 2020 et avril 2020 respectivement. En effet, dès le 21 mars 2020, la BCEAO a augmenté de 10% son offre de liquidité aux banques. Par la suite, à compter du 31 mars 2020, la Banque Centrale a décidé de servir la totalité des besoins exprimés par les banques à ses guichets de refinancement, au taux minimum de soumission aux opérations d'appels d'offres d'injection de liquidité qui était à cette époque de 2,50%. Le guichet spécial à trois mois pour le refinancement des « *Bons Covid-19* » émis par les Etats et acquis par les banques a été ouvert par la BCEAO à partir du 21 avril 2020. Sur ce guichet spécial, les banques pouvaient avoir de la liquidité auprès de la Banque Centrale pour une maturité de trois mois, au taux minimum de soumission de 2,50%, leur permettant de refinancer ces bons. Tous ces constats laissent transparaître que la BCEAO dispose de plusieurs mécanismes d'intervention en situation de crise sans être contrainte par la baisse du taux directeur jusqu'à la limite de zéro qui nécessiterait un relèvement éventuel de sa cible d'inflation pour permettre au taux d'intérêt réel de stimuler l'activité économique.

Deuxièmement, les expériences et travaux scientifiques retracés ne permettent pas d'établir un consensus sur la nécessité de relèvement de la cible d'inflation de 2%, ni sur l'adoption d'une cible d'inflation de référence supérieure à 2%. Comme susmentionné dans la revue d'expériences, certaines banques centrales ont modifié leur cible d'inflation initialement définie au moment de l'option du ciblage de l'inflation. Mais dans l'ensemble, ces changements se sont traduits par une revue à la baisse de la cible d'inflation et dans plusieurs cas la révision a consisté à rapprocher la cible le plus possible ou la maintenir au niveau de 2%. A titre illustratif, la Banque Nationale Tchèque est passée d'une cible d'inflation de 3% avec bande de tolérance de 2%-4% à 2% avec bande de tolérance de 1%-3% en 2022, la Banque de Norvège de 2,5% avec bande de tolérance de 1,5%-3,5% à une cible ponctuelle de 2%. La Banque de Corée de 3% avec bande de tolérance de 2%-4% à une cible ponctuelle de 2%. Même Krugman et Blanchard qui proposaient initialement une cible d'inflation de 4% après la crise financière de 2008, suggéraient à nouveau une cible de 3% pour la zone euro et les Etats-Unis en août 2023 avec les mêmes justifications pratiquement. En outre, les travaux scientifiques ne permettent pas d'établir un consensus autour d'une cible d'inflation de référence, en raison des niveaux divergents de cibles obtenus. Comme l'illustrent les études relevées particulièrement sur la zone UEMOA, Combey et Nubukpo (2010), Ndoricimpa et al. (2016) et Sall (2020) trouvent un seuil d'inflation de 8,08%, 1,03% et 3,9% respectivement. Il ressort de ces travaux empiriques que le seuil est demeuré dynamique pour des études dont les données ont été arrêtées à des périodes relativement rapprochées, à savoir 2008, 2011 et 2016 pour les études de Combey et Nubukpo (2010), Ndoricimpa et al. (2016) et Sall (2020) respectivement.

Troisièmement, une parfaite maîtrise de la perception des agents économiques, surtout les ménages, les entreprises et les investisseurs sur les marchés financiers d'une modification de la cible d'inflation constitue un préalable important, car comme le soulignent Bernanke et Mishkin, la question des agents économiques du genre "Si un niveau d'inflation de 4% est acceptable, pourquoi pas 6%, ou 8%, et ainsi de suite ?" demeure fondée.

Enfin, les questions liées au relèvement de la cible d'inflation de 2% devraient être analysées en lien avec une caractéristique même du ciblage d'inflation, en l'occurrence la discipline budgétaire. Les dépenses publiques non maîtrisées pourraient avoir des répercussions sur la stabilité de l'inflation en perturbant les anticipations d'inflation des agents économiques (Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2001).

## CONCLUSION

La présente note a pour objectif d'analyser les contours du débat international portant sur le relèvement ou non de la mesure de l'objectif de stabilité des prix, à savoir le niveau de l'inflation cible fixé à 2% par bon nombre de banques centrales dans la conduite de leurs politiques monétaires respectives.

L'analyse de la mesure de l'objectif de stabilité des prix trouve ses fondements à travers les coûts et avantages de l'inflation faible qui impliquent la recherche d'une situation d'équilibre où l'inflation qui subsisterait n'ait pas des répercussions négatives aux plans économique et social. En outre, la recherche d'un niveau d'inflation raisonnable dans l'économie a constitué une réponse plus pragmatique des banques centrales pour assurer la stabilité des prix à la suite de l'effondrement du système de taux de change fixes de Bretton Woods ainsi que de l'échec du ciblage monétaire dans les années 1970-1980. Cette réponse s'est traduite par la mise en œuvre du cadre de politique monétaire axée sur le ciblage de l'inflation. Il s'agit de mettre directement l'accent sur l'inflation elle-même à travers la définition d'une cible de taux d'inflation claire pour assurer l'objectif de stabilité des prix.

La revue d'expériences laisse transparaître que la plupart des banques centrales ont retenu le taux d'inflation de 2% comme étant la cible jugée suffisamment faible pour réduire le risque d'un dérapage de l'inflation et suffisamment élevée pour préserver l'économie de la déflation. Ce niveau de 2% a été remis en question à la suite de la crise financière de 2008 puis également à la suite de la crise liée à la pandémie de la Covid-19 par certains économistes qui défendent l'idée du relèvement de la cible d'inflation pour accroître les marges de manœuvre de la politique monétaire en situation de crise.

A cet égard, la note a mis un accent particulier sur le récent débat international opposant les partisans du relèvement de la cible de 2% à ceux estimant que la cible de 2% paraît optimale pour l'économie. Les différentes analyses effectuées ont permis de tirer des enseignements pour la BCEAO qui a retenu également une cible d'inflation de 2% avec une marge de fluctuation comprise entre 1% et 3% après la réforme institutionnelle de l'UMOA et de la BCEAO, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> avril 2010.

De ces enseignements tirés, il ressort que la BCEAO dispose de plusieurs mécanismes d'intervention en situation de crise sans être contrainte par la baisse du taux directeur jusqu'à la limite plancher de zéro qui nécessiterait un relèvement éventuel de sa cible d'inflation pour permettre au taux d'intérêt réel de stimuler l'activité économique. En outre, les expériences et travaux scientifiques retracés ne permettent pas d'établir un consensus sur la nécessité de relèvement de la cible d'inflation de 2%, ni sur l'adoption d'une cible d'inflation de référence supérieure à 2%. Par ailleurs, la parfaite maîtrise de la perception des agents économiques d'une modification de la cible d'inflation ainsi que la discipline budgétaire devraient être prises en compte dans l'analyse des questions liées au relèvement de la cible d'inflation de 2%.

## REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Agénor P-R. et Da Silva L. A. P. (2019), « Integrated inflation targeting: Another perspective from the developing world », BIS et CEMLA, February.
- Anota M. (2013), « La politique monétaire à la croisée des chemins », *Idées économiques et sociales*, N° 173, pages 49 à 57, Septembre.
- Apel M., Armelius H. et Claussen C. A. (2017), « The level of the inflation target – a review of the issues », *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2017:2.
- Apel M. et Claussen C. A. (2017), « Inflation targets and intervals – an overview of the issues », *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2017:1.
- Ball L. (2014), « The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent », *IMF Working Paper*, WP/14/92, June.
- Banque Centrale Européenne (2009), « Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous ? ».
- Banque du Canada (2016), « Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation », Document d'information, Octobre.
- BCEAO (2010), « Rapport annuel 2010 ».
- Bernanke B.S. et Mishkin F.S. (1997), « Inflation targeting: a new framework for monetary policy », *Journal of Economic Perspectives*, 11, 97-116.
- Bernanke B. S. (2010a), «The Economic Outlook and Monetary Policy», Jackson Hole Symposium, August.
- Bernanke B. S. (2010b), « Testimony before the Joint Economic Committee of Congress », April.
- Bick A. (2010), « Threshold effects of inflation on economic growth in developing countries », *Economics Letters*, 108, 126-129.
- Blanchard O., Dell'Araccia G. et Mauro P. (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03, February.
- Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D. et Martinez-Peria M. (2001), « Is the Crisis Problem Growing More Severe? », *Economic Policy: A European Forum*, N° 32, p. 53-82, April.
- Burda M. et Wyplosz C. (2006), « Macroéconomie à l'échelle européenne », *Ouvertures économiques*, de boeck.
- Cagan, P. (1956), « The Monetary Dynamics of Hyperinflation » in *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. by Milton Friedman (Chicago: University of Chicago Press), pp. 25–117.
- Carré E. (2013), « La cible d'inflation de la Fed: continuité ou rupture? », *Revue de la régulation* [En ligne], 14 | 2e semestre / Autumn 2013, mis en ligne le 16 décembre 2013, consulté le 08 novembre 2023. URL: <http://journals.openedition.org/regulation/10401>; DOI: <https://doi.org/10.4000/regulation.10401>
- Combey A. et Nubukpo K. (2010), « Effets non linéaires de l'inflation sur la croissance dans l'UEMOA », *MPRA Paper*, N°23542, Juin.
- Conkling T. S. (2010), « Analysis of the zimbabwean hyperinflation crisis: a search for policy solutions », A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for baccalaureate degrees in Computer Science and Economics with honors in Economics, Department of Economics, the Pennsylvania State University Schreyer Honors College.

- Corbo V., Landerretche O. et Schmidt-Hebbel K. (2001). « Assessing Inflation Targeting After a Decade of World Experience », *International Journal of Finance and Economics*, 6 (4), 343-368.
- Creel J. et Hubert P. (2009), « L'adoption du ciblage d'inflation produit-elle un changement de régime ? Le cas de la Suède », *Revue économique*, 60(3), 727-735.
- Diaw A. et Sall A. K. (2018), « Ciblage d'inflation : quelle règle pour la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) ? », *Revue d'Economie du Développement*, Vol. 26, Pages 5 à 49.
- Diercks, A. M. (2017), «The reader's guide to optimal monetary policy».
- Drukker, D., Pedro G. et Paula H. (2005), « Threshold effects in the relationship between inflation and growth: a new panel-data approach », *MPRA Paper*, N° 38225.
- Drumetz F. et Pfister C. (2010), « Politique monétaire », *Ouvertures économiques*, De Boeck
- Fratto C., Vannier B. H., Mircheva B., De Padua D. et Poirson H. (2021), « Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries », *IMF Working Paper* No. 2021/014.
- Fiti Z. et Goux J-F. (2011), « Le ciblage d'inflation: un essai de comparaison internationale », halshs-00573742.
- Gonçalves C. E. S. et Salles J. M. (2008), « Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do the Data Say? », *Journal of Development Economics*, 85, 312-318.
- Greenspan A. (1989), « Statements to Congress », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 75, N°4, April.
- Gürkaynak R. S., Levin, A. T., Marder A. N. et Swanson E. T. (2007), « Inflation Targeting and the Anchoring of Inflation Expectations in the Western Hemisphere », *FRBSF Economic Review*, 25-47.
- Hakkio C. S. et Higgins B. (1985), « Costs and benefits of reducing inflation », *Economic Review*, January.
- Hammond G. (2012), « State of the art of inflation targeting », Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Hess G. D. et Morris C. S. (1996), « The Long-Run Costs of Moderate Inflation », *Economic Review*, Second Quarter.
- Ibarra R. et Trupkin D. R. (2016), « Reexamining the relationship between inflation and growth: Do institutions matter in developing countries? », *Economic Modelling* 52 (2016) 332–351.
- Kanga D. K. (2021), « La politique monétaire à taux d'intérêt plancher proche de zéro », *Notes et Etudes Thématiques*, N°02, COFEB/BCEAO, Septembre.
- Khan M. S. et Senhadji A. S. (2001), « Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth », *IMF Staff Papers*, Vol. 48, N° 1.
- Krugman P. (2014), « Inflation targets reconsidered », Draft paper for ECB Sintra Conference, May.
- Lee W.-S. (2011), « Comparative Case Studies of the Effects of Inflation Targeting in Emerging Economies », *Oxford Economic Papers*, 63, 375-397.
- Levin A. T., Natalucci F. M. et Pigier J. M. (2004). «The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August, 86 (4), 51-80.



- Lin S. et Ye H. (2009), « Does Inflation Targeting Make a Difference in Developing Countries? », *Journal of Development Economics*, 89, 118-123.
- López-Villavicencio A. et Mignon V. (2011), « On the impact of inflation on output growth: Does the level of inflation matter? », *Journal of Macroeconomics* 33 (3), 455–464.
- Lucotte Y. (2015), « Le ciblage d'inflation dans les économies émergentes », *Revue Française d'Economie*, N°2/vol XXX, pages 93 à 128.
- Masson P. R. et Savastano M. A. (1997), « The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries », *IMF Working Paper*, WP/97/130, October.
- Mishkin F. S. (2011), « Monetary policy strategy: lessons from the crisis », *NBER Working Papers*, N°16755, February.
- Mishkin F. S. (2000), « Inflation targeting in emerging market countries », *NBER Working Paper Series*, N°7618.
- Mishkin F. S. et Schmidt-Hebbel K. (2007), « Does Inflation Targeting Make a Difference? », *NBER Working Paper*, No. 12876, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Mishkin F. S. et Schmidt-Hebbel K. (2001), « One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know? », *NBER working paper* 8397, Cambridge.
- Mollick A. V., Cabral R. et Carneiro F. G. (2011), « Does Inflation Targeting Matter for Output Growth? Evidence from Industrial and Emerging Economies », *Journal of Policy Modeling*, 33, 537-551.
- Mumvuma T., Mujajati C. et Mufute B. (2006), « Understanding Economic Reforms: The Case of Zimbabwe » *Understanding Economic Reforms in Africa*. Ed. Joseph Mensah. New York: Palgrave Macmillan, 2006. 237-68.
- Ndoricimpa A., Osoro N. E. et Kidane A. (2016), « Threshold effects of inflation on economic growth in selected African regional economic communities: Evidence from a dynamic panel threshold modeling », *Applied Econometrics*, v. 41, pp. 5–23.
- Neumann M. J. M. et Von Hagen J. (2002). « Does Inflation Targeting Matter? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Jul/Aug., 84 (4), 127-148.
- Pollin R. et Zhu A. (2006), « Inflation and economic growth: a cross-country nonlinear analysis », *Journal of Post Keynesian Economics*, 28:4, 593-614.
- Roger S. (2010), « Ciblage de l'inflation : 20 ans déjà », *Finances & Développement*, Mars.
- Sall A. K. (2020), « Quel objectif d'inflation pour l'Union Monétaire Ouest-Africaine (UMOA) ? », *Revue Economique et Monétaire (REM)*, N° 27, BCEAO, Juin.
- Sarel, M. (1996), « Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth », *IMF Staff Papers*, Vol. 43, No. 1, pp.199-215.
- Seleteng M., Bittencourt M. et Van Eyden R. (2013), « Nonlinearities in inflation-growth nexus in the SADC region: Panel smooth transition regression approach », *Economic Modelling*, 30, 149–156.
- Siroen J-M. (2001), « Relations économiques internationales » collection « Amphi Economie » dirigé par Marc Montoussé, éditions Bréal.
- Smal M. M. (1998), « The cost of inflation », *Quarterly Bulletin*, South African Reserve Bank, September
- Villar L. (2023), « Emerging markets perspectives: Sticking to the Target », *Finances & Développement*, Mars.



**BCEAO**  
BANQUE CENTRALE DES ETATS  
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST



**COFEB**  
CENTRE OUEST AFRICAIN DE FORMATION  
ET D'ETUDES BANCAIRES

Avenue Abdoulaye FADIGA  
BP 3108 – Dakar - Sénégal

Tél. : (221) 33 839 05 00  
Fax : (221) 33 823 93 35

<https://cofeb.bceao.int>