

CRÉDIBILITÉ DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET INCERTITUDES CONCERNANT LES PRIX : L'EXPÉRIENCE NÉO-ZÉLANDAISE EN MATIÈRE D'OBJECTIFS D'INFLATION

Andreas M. Fischer et Adrian B. Orr

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	170
I. Justification des objectifs d'inflation	171
II. Les objectifs d'inflation en Nouvelle-Zélande	172
III. Sources possibles des incertitudes concernant les prix	174
IV. Modèle empirique et paramètres des données.	176
A. Modèle empirique	177
B. Vérification des hypothèses..	183
V. Résultats de l'estimation.	184
A. Influences de la législation	185
B. Influences de la conjoncture et de l'instabilité des prix	186
C. Variables représentatives des objectifs et évolution passée de l'inflation	187
D. Incertitude des prix et situation monétaire	188
VI. Conclusions	189
Bibliographie	192
<i>Appendice</i> : Enquête de la « Reserve Bank » de Nouvelle-Zélande sur les anticipations	193

Les auteurs travaillent respectivement à la Banque nationale de Suisse à Zurich et au bureau géographique des Études nationales du Département des Affaires économiques. Ils tiennent à remercier Paul Atkinson, Malcom Edey, Steve Englander, Pete Richardson, Peter Sturm et Hannes Suppanz pour leurs précieux commentaires ainsi que Eric Hansen et Peter Jolly de la Banque centrale de Nouvelle-Zélande pour les données d'enquête qu'ils leur ont communiquées.

INTRODUCTION

L'un des résultats souhaitables d'une politique de stabilisation économique est de réduire le climat d'incertitude pour les consommateurs et les producteurs. Les anticipations, comme les résultats économiques effectifs, étant déterminés par l'action des pouvoirs publics, une politique monétaire stable – reposant notamment sur des objectifs d'inflation crédibles – peut réduire les incertitudes concernant les prix. Depuis 1989, les autorités monétaires de cinq pays de l'OCDE axent spécifiquement leur action sur des objectifs d'inflation. Il s'agit des cinq pays suivants : Nouvelle-Zélande (1990), Canada (1991), Royaume-Uni (1992), Suède et Finlande (1993). Ces pays ont adopté cette approche après avoir soit constaté que les règles de croissance de la masse monétaire ne leur permettaient plus de lutter efficacement contre l'inflation (Canada et Nouvelle-Zélande), soit perdu le point d'ancrage que constituait pour eux la fixité du taux de change à la suite des perturbations qui ont affecté les marchés européens des changes en 1992 et 1993 (Suède, Royaume-Uni et Finlande). Les objectifs d'inflation sont essentiellement destinés à offrir à la politique monétaire un point d'ancrage nominal qui prouve de façon suffisamment convaincante l'attachement des responsables de la banque centrale à la stabilité des prix – et permette au public d'évaluer les résultats de leur action – sans que ceux-ci soient limités à une seule forme d'intervention. Ces objectifs sont généralement définis par rapport à la hausse annuelle des prix à la consommation¹, même s'ils prennent en compte, dans tous les pays, les effets initiaux de la hausse brutale éventuelle de certains prix². Dans le cas de la Nouvelle-Zélande, l'attachement de la banque centrale à la stabilité des prix est encore renforcé par la mise en œuvre d'une législation faisant spécifiquement du maintien de la stabilité des prix le seul objectif de la politique monétaire.

Étant donné que la Nouvelle-Zélande a été le premier pays à avoir recours aux objectifs d'inflation et qu'elle s'est dotée d'un cadre législatif permettant d'assurer la priorité à la stabilité des prix, c'est sur son expérience récente que nous nous fonderons pour vérifier le bien-fondé de l'idée qu'une politique stable contribue à réduire les incertitudes concernant les prix. L'expérience néo-zélandaise s'est notamment caractérisée par l'application de la Reserve Bank Act – qui tout en accordant à la banque centrale une plus grande indépendance dans l'élaboration de la politique monétaire lui assignait la stabilité des prix comme unique objectif – et la fixation d'objectifs d'inflation bien précis dans l'accord sur

les objectifs de la politique monétaire (Policy Target Agreement ou PTA). Nous évaluerons aussi, en dehors de ces facteurs, l'importance relative des autres sources d'incertitude concernant les prix que constituent, par exemple, l'évolution observée du taux d'inflation, les influences conjoncturelles et politiques et les interrogations suscitées par l'orientation présente et future de la politique monétaire. Cette dernière variable n'est pas à négliger car si les objectifs d'inflation fournissent un point d'ancrage nominal, ils n'impliquent pas une stricte ligne d'action pour les responsables de la politique monétaire. La « Reserve Bank » de Nouvelle-Zélande (RBNZ) a d'ailleurs continué d'orienter son action en fonction d'un certain nombre d'indicateurs, courant ainsi le risque de réduire la transparence de la politique monétaire et d'entraîner un climat d'incertitude pour les prix.

L'analyse empirique repose sur des données d'enquête réunies par la RBNZ au cours d'une période marquée par de profonds changements d'orientation. L'enquête de la RBNZ couvrant un large éventail de variables macro-économiques, dont plusieurs influent sur les incertitudes entourant l'évolution future des prix, nous avons pu adopter une approche transversale. Une telle approche se justifie en raison des interactions possibles entre les incertitudes concernant les prix et d'autres variables nominales, telles que les taux d'intérêt notamment. C'est pourquoi les anticipations concernant l'évolution de l'inflation et des taux d'intérêt à court et à long terme figurent parmi les variables que nous avons utilisées dans les estimations transversales.

Notre analyse s'articule de la façon suivante : après avoir brièvement exposé les raisons d'être des objectifs d'inflation, nous décrivons rapidement l'expérience néo-zélandaise pour éclairer notre choix de variables. Nous définirons ensuite quelques sources potentielles d'incertitudes en matière de prix en exposant certaines des raisons pour lesquelles celles-ci peuvent varier en fonction du caractère discrétionnaire ou réglementaire du mode de décision. Après cela, nous décrivons les données utilisées ainsi que les tests empiriques effectués, en nous intéressant plus particulièrement aux variables concernant les objectifs d'inflation et aux changements d'ordre législatif liés à l'indépendance de la banque centrale. Avec l'analyse empirique nous présenterons les résultats de l'analyse transversale qui nous permettront de tirer un certain nombre de conclusions générales sur l'influence exercée par les objectifs d'inflation sur les incertitudes concernant les prix.

I. JUSTIFICATION DES OBJECTIFS D'INFLATION

La désinflation est plus coûteuse à réaliser lorsque l'opinion publique n'est pas convaincue de la détermination, ou de l'aptitude, de la banque centrale à mener à bien la politique annoncée. Même si certains des problèmes liés au

manque de constance de la politique monétaire pourraient être évités par l'application d'un certain nombre de règles – comme l'ont montré Barro et Gordon (1983)³ – tous les problèmes de crédibilité n'en disparaîtraient pas totalement pour autant. C'est pourquoi il peut être souhaitable que les gouvernants et la banque centrale s'engagent publiquement à respecter une trajectoire d'inflation donnée. L'annonce d'un objectif d'inflation, et d'un calendrier bien précis pour sa réalisation, peut, par exemple, résoudre le problème d'un manque d'informations cohérentes sur les intentions des pouvoirs publics. Les objectifs d'inflation permettent d'avoir la certitude que le public, non seulement sait à quel rythme la banque centrale souhaite réaliser la désinflation, mais dispose aussi d'un point de référence pour évaluer les résultats obtenus. Ils peuvent aussi permettre de savoir le type de choc inflationniste que l'on cherche à compenser et améliorer ainsi la transparence, voire la crédibilité, de la politique monétaire. Ils fournissent, enfin, une base d'accord claire entre les responsables de l'action gouvernementale, ce qui réduit les risques de recours à des mesures discrétionnaires. Walsh (1992) ainsi que Perrson et Tabellini (1992) assimilent, par exemple, l'annonce d'objectifs d'inflation à la conclusion d'un contrat entre le gouvernement et la banque centrale qui permet au premier d'atteindre ses objectifs en modifiant la structure des incitations des dirigeants de la seconde.

II. LES OBJECTIFS D'INFLATION EN NOUVELLE-ZÉLANDE

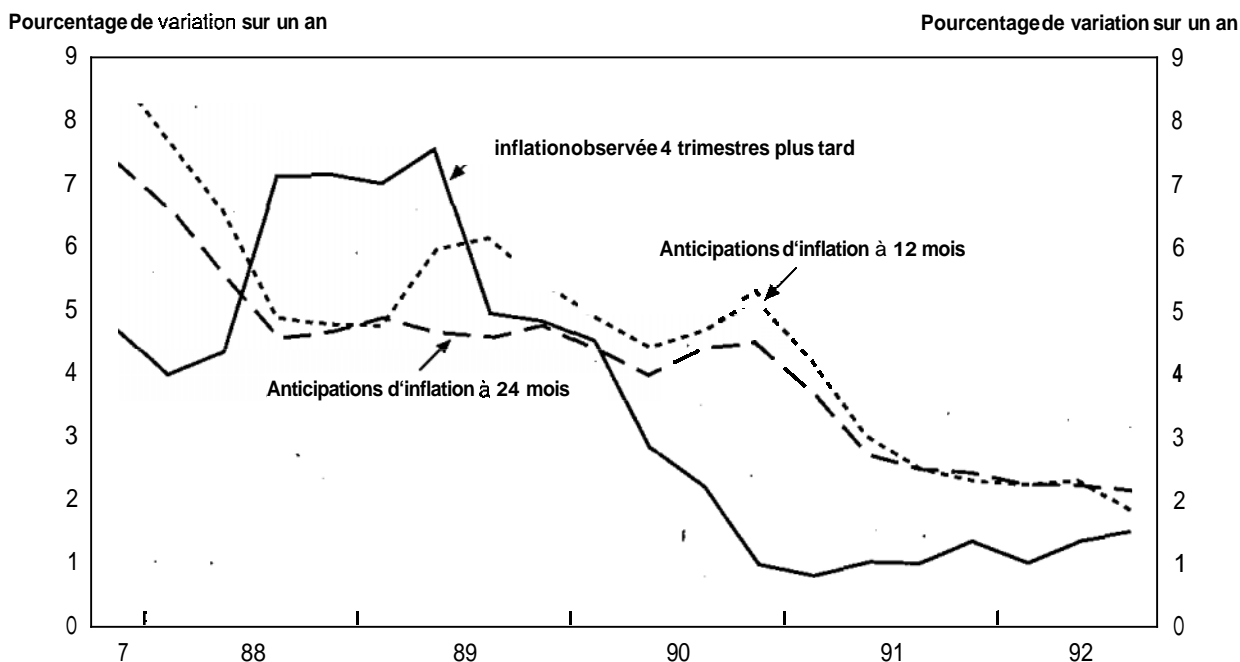
Comme on l'a déjà dit, plusieurs pays de l'OCDE ont recours à des objectifs d'inflation mais aucun d'entre eux n'est allé aussi loin que la Nouvelle-Zélande sur le plan législatif. En effet, dans tous les autres pays, les objectifs d'inflation revêtent la forme de déclarations informelles faites conjointement par les autorités gouvernementales – qui décident souvent de l'orientation de la politique monétaire – et la banque centrale – à qui il incombe de mettre en œuvre cette politique. Cela laisse la responsabilité de la réalisation de la stabilité des prix et de l'engagement vis-à-vis de cet objectif au gouvernement en place, avec des risques d'interférence avec d'autres objectifs politiques à court terme. En Nouvelle-Zélande, par contre, d'importants changements législatifs ont modifié le cadre de la politique monétaire. La Reserve Bank of New Zealand Act de 1989 a fait de la stabilité des prix le seul objectif de la politique monétaire. Elle a été adoptée pour donner une plus grande indépendance à la banque centrale tout en veillant à ce que celle-ci assume la responsabilité de cet objectif et à ce que ses activités soient plus transparentes pour le public. Elle impose au Gouverneur de la RBNZ et au Ministre des Finances de s'entendre sur une définition de la stabilité des prix et d'en faire publiquement connaître la teneur dans l'accord sur les objectifs de la politique monétaire ou PTA.

Le premier PTA (annoncé au début de 1990) précisait que la politique monétaire viserait à ramener le taux de la hausse des prix à la consommation d'une année sur l'autre à un niveau compris entre 0 et 2 pour cent, avant décembre 1993. Cette date a ensuite été repoussée d'un an en décembre 1990, à la suite d'un changement de gouvernement. En février 1991, la banque centrale a annoncé ses propres objectifs intermédiaires, à savoir une inflation de 2.5 à 4.5 pour cent en décembre 1991 et de 1.5 à 3.5 pour cent en décembre 1992⁴. Dans le deuxième PTA, signé en décembre 1992, l'objectif de stabilité des prix a été redéfini sous forme de la moyenne mobile d'une hausse (annualisée) de l'indice des prix à la consommation comprise entre 0 et 2 pour cent.

Plusieurs aspects (présentés dans Fischer 1993) de ces PTA méritent d'être notés. Premièrement, la brièveté de l'échéance fixée, dans le premier PTA, pour la réalisation de la désinflation donne à penser que la stratégie adoptée accordait une grande importance à la stabilisation des prix, pour essayer d'établir la crédibilité du nouveau système⁵, malgré le risque potentiel de déséquilibre dans le dosage des politiques monétaire et budgétaire. Deuxièmement, les PTA ont clairement défini les objectifs de la politique monétaire et assuré à la banque centrale un degré élevé d'indépendance pour la formulation et la mise en œuvre des mesures permettant d'atteindre les objectifs fixés. Cela constituait une nouveauté puisque jusqu'alors le Ministère des Finances jouait un rôle actif dans la conduite, au jour le jour, de la politique monétaire⁶. Troisièmement, les objectifs d'inflation permettent d'exercer un plus grand contrôle de l'action menée. Par exemple, bien que les objectifs de stabilisation des prix permettent à la banque centrale de s'éloigner provisoirement de sa trajectoire en cas d'augmentation des impôts indirects, de chocs au niveau des termes de l'échange ou de catastrophes naturelles, elle est obligée, en de telles circonstances, de préciser immédiatement comment elle compte s'assurer que les effets sur les prix ne seront que passagers. En outre, en temps normal, le Gouverneur de la RBNZ doit aussi rendre publiquement compte, à intervalles réguliers, des actions passées et futures de la banque centrale. Ce sont ces rapports semestriels qui fournissent de précieuses informations sur la façon dont la banque centrale pense que l'économie va évoluer en termes réels et nominaux et, donc, que l'inflation va se comporter.

Le taux d'inflation qui s'était maintenu, en moyenne, au-dessus de 10 pour cent pendant les années 70 et 80 a rapidement diminué depuis l'entrée en vigueur du premier PTA (voir graphique 1). Il est, de fait, resté en deçà des objectifs intermédiaires de la RBNZ puisqu'il a été de 1 et de 1.3 pour cent pour l'ensemble de 1991 et de 1992, respectivement. Toutefois, étant donné que l'élargissement de l'écart entre la production effective et la production potentielle a contribué pour beaucoup au processus de désinflation pendant cette période, il est difficile d'évaluer le rôle joué dans cette évolution par la seule stratégie des objectifs d'inflation. De plus, les anticipations d'inflation sont restées supérieures au niveau effectif de l'inflation pendant toute la période d'application de la nouvelle législation et ce n'est que récemment que cet écart a nettement diminué. Il faut donc tenir compte de facteurs conjoncturels fortuits dans toute évaluation des avantages relatifs des objectifs d'inflation.

Graphique 1. Inflation observée et inflation anticipée



Source : Department of Statistics, Nouvelle-Zélande, et Reserve Bank of New Zealand.

Bien que la RBNZ continue d'appuyer son action sur une liste d'indicateurs de référence – qu'elle surveille et auxquels elle n'assigne pas explicitement d'objectif intermédiaire – l'annonce d'objectifs d'inflation offre un point d'ancrage nominal et la législation anti-inflationniste qui les accompagne crée un cadre d'action plus transparent et plus stable. Cette expérience et les nouvelles données d'enquête sur les anticipations d'inflation permettent d'évaluer l'impact de l'utilisation des objectifs d'inflation et du renforcement de l'indépendance de la banque centrale sur les incertitudes entourant les prix.

III. SOURCES POSSIBLES DES INCERTITUDES CONCERNANT LES PRIX

Pour identifier, pour les besoins de l'analyse empirique, les facteurs qui sont susceptibles d'expliquer les incertitudes économiques liées aux prix, nous utiliserons ici le cadre théorique décrit par Batchelor et Orr (1991)⁸. Ceux-ci émettent dans leur étude, plusieurs hypothèses vérifiables par des méthodes empiriques

sur les raisons pour lesquelles les anticipations d'inflation peuvent varier d'une personne à l'autre ainsi que sur l'influence que peuvent exercer, sur les incertitudes concernant les prix, les variations du degré de fiabilité accordée à ces anticipations. Le cadre empirique qui en résulte revêt la forme d'une série de tests pratiqués sur des hypothèses statistiques plutôt que celle de la modélisation minutieuse d'une théorie comportementale. Il repose, en bref, sur l'hypothèse qu'un individu anticipe à un moment t des changements de prix sur la base : des variations de prix qu'il observe sur le marché sur lequel il opère (p_{it}); des taux généraux d'inflation observés dans le passé p_{t-1} , p_{t-2} , ..., etc.; et de l'objectif d'inflation poursuivi par les autorités π_t ⁹. La relation entre les différents changements de prix (p_{it}) et le taux général d'inflation (p_t) est supposée s'établir comme suit :

$$p_{it} = p_t + \epsilon_{it} \quad [1]$$

$$p_t = \begin{cases} \pi_t & \text{avec une probabilité } \alpha_t \\ \phi_t + v_t & \text{avec une probabilité } (1 - \alpha_t) \end{cases} \quad [2]$$

Ici, ϕ_t correspond à la composante systématique de l'inflation dans l'hypothèse de l'absence de tout changement de politique¹⁰, alors que la crédibilité (α_t) des objectifs d'inflation correspond à la probabilité de réalisation de l'objectif π_t ; ce qui veut dire que α_t peut être considéré comme l'indice de crédibilité de l'objectif d'inflation de la banque centrale. L'objectif (π_t) et la composante systématique de l'inflation (ϕ_t) représentent deux types de formation des anticipations de prix : le premier est tourné vers l'avenir sur la base de la ligne d'action annoncée par les autorités alors que le second est évolutif ou rétrospectif, c'est-à-dire fondé sur l'évolution passée de l'inflation.

Les chocs particuliers affectant l'évolution des prix pour l'individu i et le taux général d'inflation sont exprimés respectivement de la façon suivante :

$$\epsilon_{it} \sim N(0, \rho^2) \quad [3]$$

$$v_t \sim N(0, \sigma^2) \quad [4]$$

ρ^2 représentant la variance des prix relatifs entre les différents marchés et σ^2 la variabilité du niveau général des prix dans le temps.

En observant p_{it} , π_t et ϕ_t , chacun peut établir une distribution subjective de probabilités pour le taux général d'inflation p_t exprimée sous la forme suivante :

$$\mu_{it} \sim N(p_t, \tau^2) \quad [5]$$

Il est supposé, dans cette analyse, que tout le monde est également bien informé et a confiance dans la politique gouvernementale, ce qui implique que le degré d'incertitude concernant l'inflation est le même pour tous. Cela permet d'utiliser la variance subjective des anticipations d'inflation (τ^2) comme indicateur supplétif des incertitudes entourant les prix. τ^2 peut être vu comme étant fonction de :

$$\tau^2 = f(\rho^2, \sigma^2, |\phi_t - \pi_t|, \alpha_t, \tau^2_{t-1}) \quad [6]$$

C'est-à-dire qu'il existe une relation positive entre, d'une part, les incertitudes subjectives concernant les prix et, d'autre part, la variance des prix relatifs entre les marchés $p?$, la variabilité du niveau général des prix dans le temps σ_f^2 , et l'écart entre la composante systématique et l'objectif d'inflation $|\phi_t - \pi_t|$.

Dans ce cadre d'analyse, toutefois, les incertitudes subjectives concernant les prix apparaissent aussi liées au degré de crédibilité de l'action gouvernementale (α_t) même si la corrélation entre eux ne peut pas être déterminée *a priori* à partir du niveau initial de crédibilité de l'action entreprise et de l'évolution passée des prix effectifs. Batchelor et Orr (1991) démontrent, par exemple, que lorsque $\alpha_t = 1$, la politique annoncée est totalement crédible et les incertitudes subjectives sont nulles. Inversement, lorsque $\alpha_t = 0$, les objectifs déclarés des pouvoirs publics ne sont pas du tout crédibles et les incertitudes concernant les prix restent uniquement déterminées par la variabilité des prix relatifs et l'instabilité du niveau général des prix. Les incertitudes subjectives culminent lorsque la crédibilité est, au départ, faible ou nulle. En somme, une amélioration de la crédibilité de la politique monétaire a de très fortes chances de se traduire par une diminution des incertitudes subjectives lorsque, ou bien, la crédibilité de l'action gouvernementale est élevée au départ, ou bien, l'évolution de l'inflation a été irrégulière dans le passé, ou bien encore, le taux d'inflation visé est proche des taux habituellement enregistrés.

Dans le contexte de la Nouvelle-Zélande, une amélioration de la crédibilité de la politique monétaire – grâce au renforcement de l'indépendance de la banque centrale et à l'annonce des objectifs d'inflation – ne suffit pas, à elle seule, à garantir une diminution des incertitudes subjectives. En effet, si, par exemple, la crédibilité de l'action gouvernementale était faible au départ, les objectifs d'inflation pourraient eux-mêmes constituer une nouvelle source d'incertitude dans la mesure où l'opinion pourrait continuer de douter de la volonté des pouvoirs publics de les poursuivre. La corrélation entre α_t et τ_f^2 peut donc toujours faire l'objet d'une analyse empirique et elle est testée dans la prochaine section.

Enfin, la présence d'un terme significatif β dans l'équation du premier degré représentative des incertitudes $\tau_f^2 = \beta\tau_f^2 - 1 + \hat{u}_t$ impliquerait que les incertitudes concernant les prix suivent un schéma évolutif ou aléatoire, ce qui risquerait de réduire la signification des autres variables de l'équation [6]. Nous testerons aussi dans la section 6 l'influence des incertitudes décalées concernant les prix.

IV. MODÈLE EMPIRIQUE ET PARAMÈTRES DES DONNÉES

Depuis juin 1987, la RBNZ réalise une enquête trimestrielle” portant sur dix variables macro-économiques auprès principalement des milieux financiers et des entreprises. Elle en publie les questions et les réponses dans le Reserve

Bank Bulletin. On trouvera de plus amples détails sur cette enquête en appendice. Comme dans l'étude de Cukierman et Wachtel (1979), les incertitudes concernant les prix sont mesurées au moyen de l'écart-type des anticipations liées aux prix, directement observées, telles qu'elles ressortent de l'enquête de la RBNZ.

A. Modèle empirique

L'analyse empirique et la vérification des hypothèses reposent sur les influences exprimées dans l'équation [6] ainsi que sur les diverses influences politiques considérées dans la section 3. Les données utilisées dans le modèle empirique sont des données trimestrielles couvrant la période comprise entre le troisième trimestre des années 1987 et 1992. Les prévisions formulées par les personnes interrogées sur toute une série de variables économiques liées aux incertitudes concernant les prix sont évaluées dans un cadre transversal. Parmi ces variables, qui fournissent un total de 60 observations, figurent les anticipations portant sur l'inflation même, ainsi que sur les taux d'intérêt à court et à long terme. Le modèle est défini par l'équation [7], avec une spécification dynamique générale fixée dès le départ (k étant égale à 2 retards pour toutes les variables à l'exception des variables indicatrices), étant donné le peu d'informations théoriques dont on dispose sur les décalages impliqués dans l'obtention des informations et la conception des anticipations (voir encadré pour la définition des différentes variables).

$$\begin{aligned}
 ESD_{jt} = & \beta_0 + \beta_{j0} + \beta_{1k}(L)ESD_{jt-k-1} + \beta_{2k}(L)TAR_{t-k} + \beta_3LEG_t \\
 & + \beta_{4k}(L)MON_{t-k-1} + \beta_5POL_t + \beta_{6k}(L)INFL_{t-k} + \beta_{7k}(L)MSD_{t-k} \\
 & + \beta_{8k}(L)SDRP_{t-k} + \beta_{9k}(L)GAP_{t-k}
 \end{aligned}
 \tag{7}$$

pour les variables $j = (1, \dots, 3)$

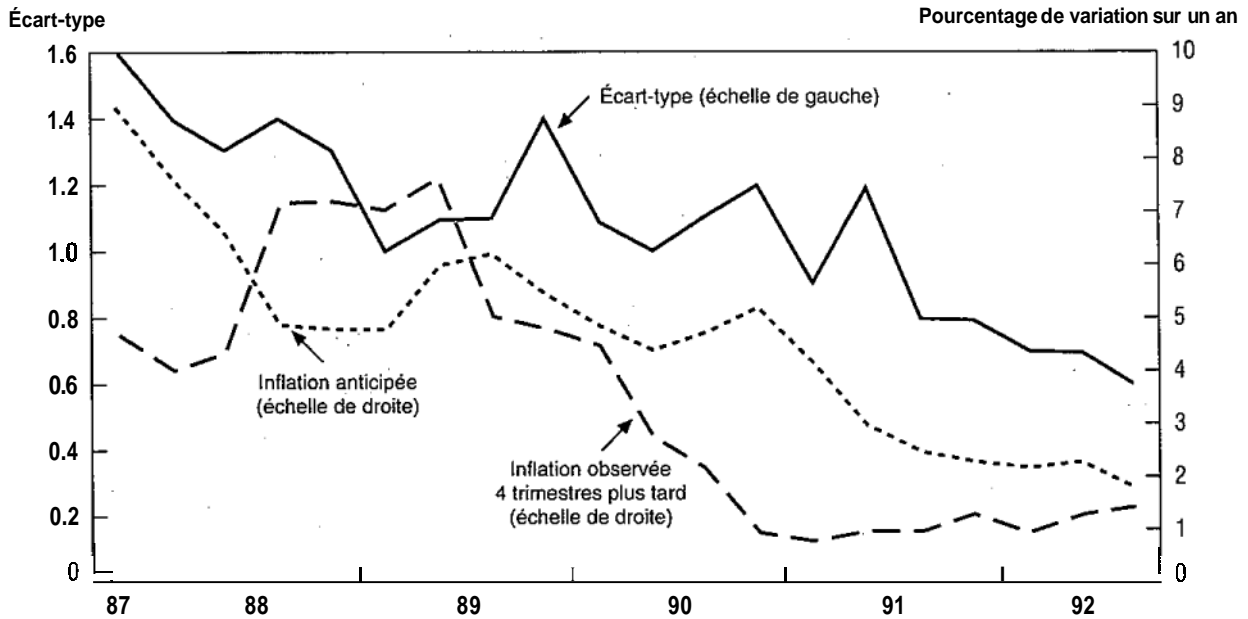
ESD_{jt} est un indicateur des incertitudes concernant les prix et un vecteur comprenant les variables de l'enquête que sont la hausse de l'indice des prix à la consommation et les taux d'intérêt à court et à long terme¹². Dans tous les cas, deux horizons temporels sont considérés : la fin du trimestre « en cours » et les « anticipations » à douze mois. Les graphiques 2 à 4 illustrent les profils temporels des variables réelles faisant l'objet des prévisions, les anticipations moyennes ressortant de l'enquête et l'écart-type par rapport à cette moyenne, qui nous sert d'indicateur des incertitudes. Les écarts-types semblent être toujours liés au niveau à la fois des variables réelles et de l'anticipation moyenne. Les indicateurs des incertitudes sont, toutefois, plus inconstants que le niveau des anticipations moyennes, ce qui donne à penser que d'autres influences peuvent jouer un rôle important dans les incertitudes concernant les prix.

Encadré 7 : Définition des variables

Les variables de l'équation [7] se définissent comme suit :

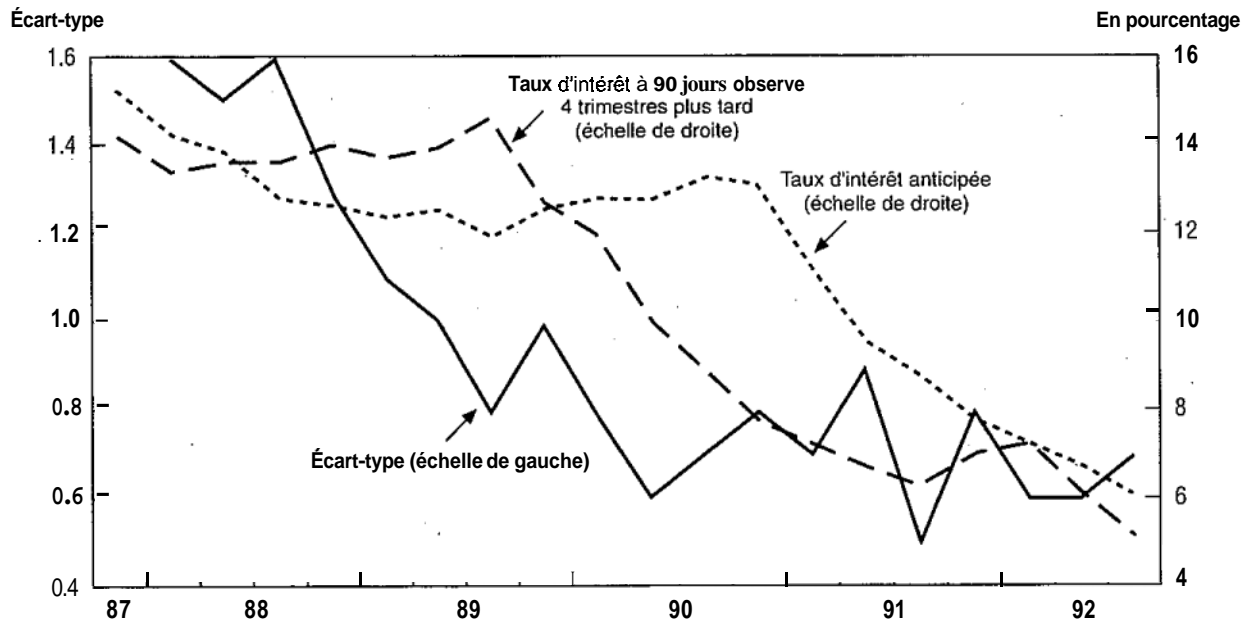
ESD_t	l'écart-type autour de l'anticipation moyenne des variables liées aux prix de l'enquête de la RBNZ, y compris les anticipations de l'inflation et de taux d'intérêt à court et à long terme.
$TAR12_t$ et $TAR24_t$	la différence absolue entre l'évolution annuelle de l'indice des prix à la consommation attendue par la RBNZ au cours des 12 et 24 prochains mois, respectivement, et le taux d'inflation observé.
LEG_t	un vecteur des deux variables indicatrices suivantes : $RBACT_t$, égale à zéro avant l'application de 'la Reserve Bank Act et à +1 à partir du deuxième trimestre de 1990. PTA_t , égale à zéro avant la confirmation des fourchettes de taux d'inflation retenues comme objectifs par la RBNZ et à partir du premier trimestre de 1991.
MON_t	la variance entre les appréciations personnelles de la situation monétaire telles qu'elles ressortent de l'enquête de la RBNZ.
POL_t	un vecteur des deux variables indicatrices suivantes : $PARTY_t$, égale à zéro lorsque le Parti travailliste était au pouvoir et à +1 lorsque ce fut au tour du Parti national de l'être au dernier trimestre de 1990. $ELECT_t$, une variable représentative de l'incidence des élections, d'une valeur égale à +1 pendant le trimestre des élections d'octobre 1990, à -1 pendant le trimestre suivant et à zéro le reste du temps.
$INFL_t$	le taux de hausse de l'indice des prix à la consommation d'une année sur l'autre.
MSD_t	un indicateur de la variabilité de l'inflation (σ_t^2), représentée par l'écart-type mobile de l'inflation annuelle au cours des huit trimestres précédant la période t .
$SDRP_t$	un indicateur de la dispersion des prix entre les différents marchés (p_t^2), représentée par l'écart-type pondéré de l'inflation au cours de l'année antérieure pour les cinq principaux groupes de produits de l'indice des prix à la consommation.
GAP_t	un indicateur de l'écart entre production effective et production potentielle, mesuré au moyen, à la fois, du taux de chômage et d'un indice de l'utilisation des capacités fourni par le New Zealand Institute of Economic Research.

Graphique 2. Inflation observée, inflation anticipée et incertitude
Sur un horizon de 12 mois



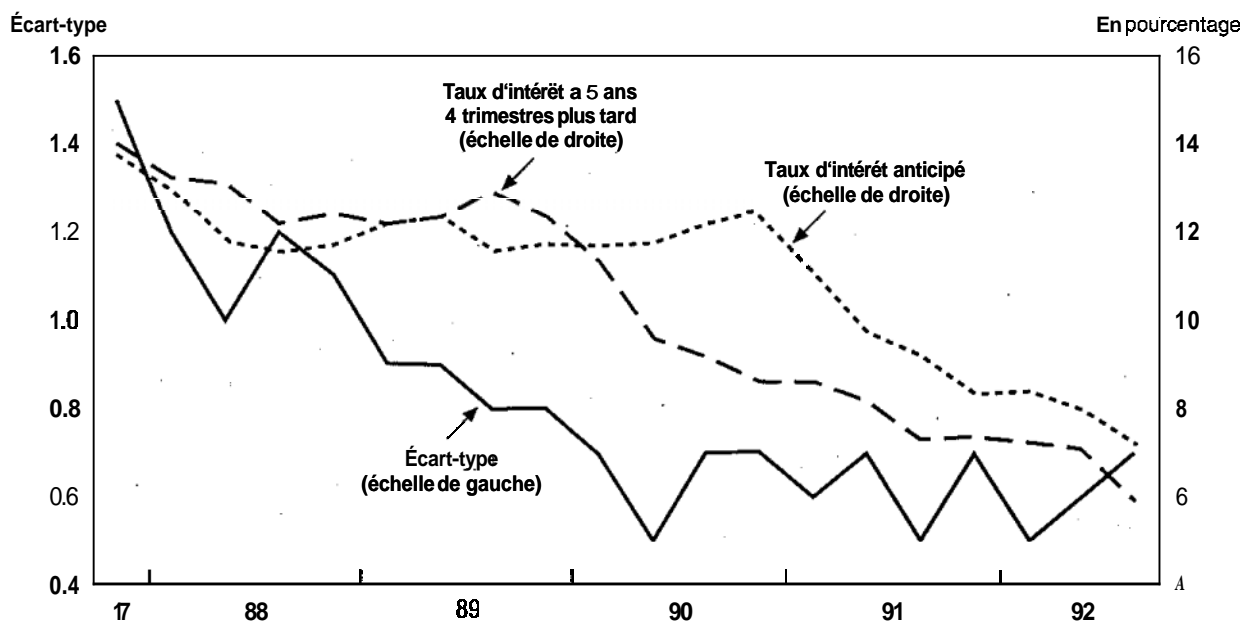
Source : Department of Statistics, Nouvelle-Zélande, et Reserve Bank of New Zealand

Graphique 3. Taux d'intérêt a court terme, taux anticipé et incertitude
Sur un horizon de 12 mois



Source : Department of Statistics, Nouvelle-Zélande, et Reserve Bank of New Zealand.

Graphique 4. Taux d'intérêt a long terme, taux anticipé et incertitude
Sur un horizon de 12 mois



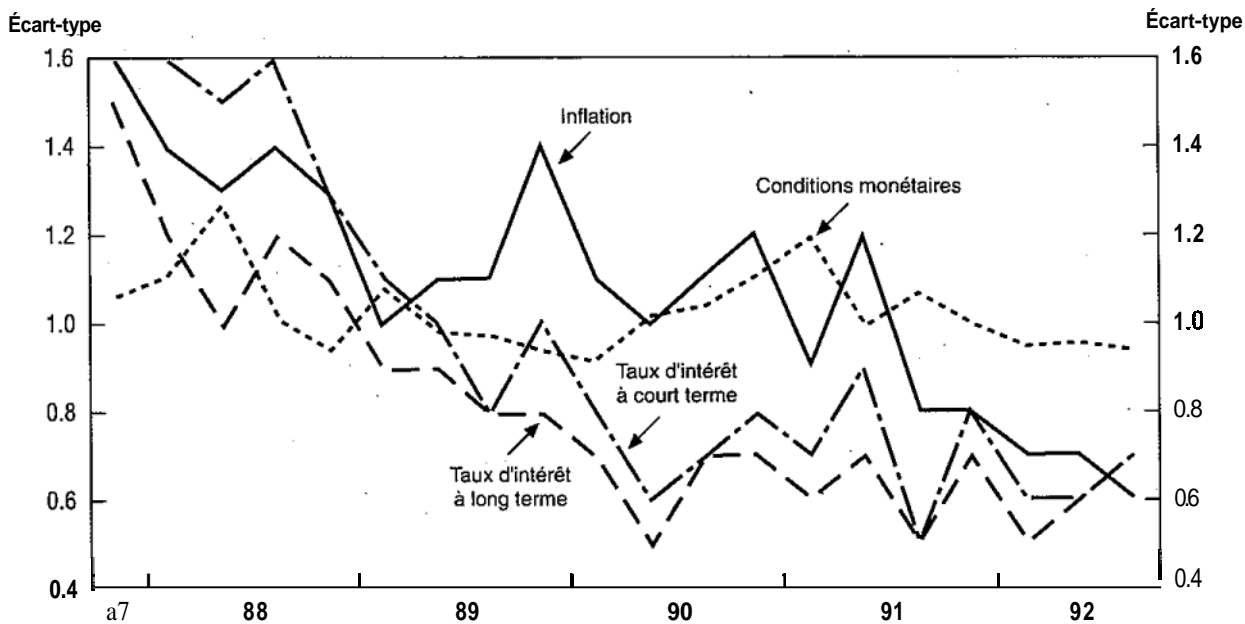
Source : Department of Statistics, Nouvelle-Zélande, et Reserve Bank of New Zealand.

Les graphiques 5 et 6 montrent que le niveau des incertitudes entourant les trois variables représentatives des prévisions est du même ordre de grandeur et qu'il présente une certaine corrélation surtout dans le cas des anticipations à douze mois. Cela permet de supposer qu'il est tributaire d'influences analogues dans les trois cas et justifie l'utilisation d'un cadre d'analyse transversal¹³.

$TAR_{12,t}$ et $TAR_{24,t}$ correspondent, respectivement, à la différence absolue entre l'évolution annuelle de l'indice des prix à la consommation prévue par la Banque centrale au cours des douze et vingt-quatre prochains mois et le taux effectif d'inflation. Les prévisions relatives à l'inflation sont celles figurant dans la publication intitulée *Reserve Bank of New Zealand Forecasts*¹⁴. Elles jouent un rôle important dans la formulation de l'action gouvernementale depuis l'introduction des objectifs d'inflation. Ces prévisions permettent au public de connaître l'évolution future des variables économiques, en termes réels et nominaux, que la RBNZ estime compatible avec la réalisation de l'objectif d'inflation officiel. Elles sont, en un sens, petit à petit devenues une sorte de règle d'action pour la conduite de la politique monétaire (voir Grimes et Wong, 1992).

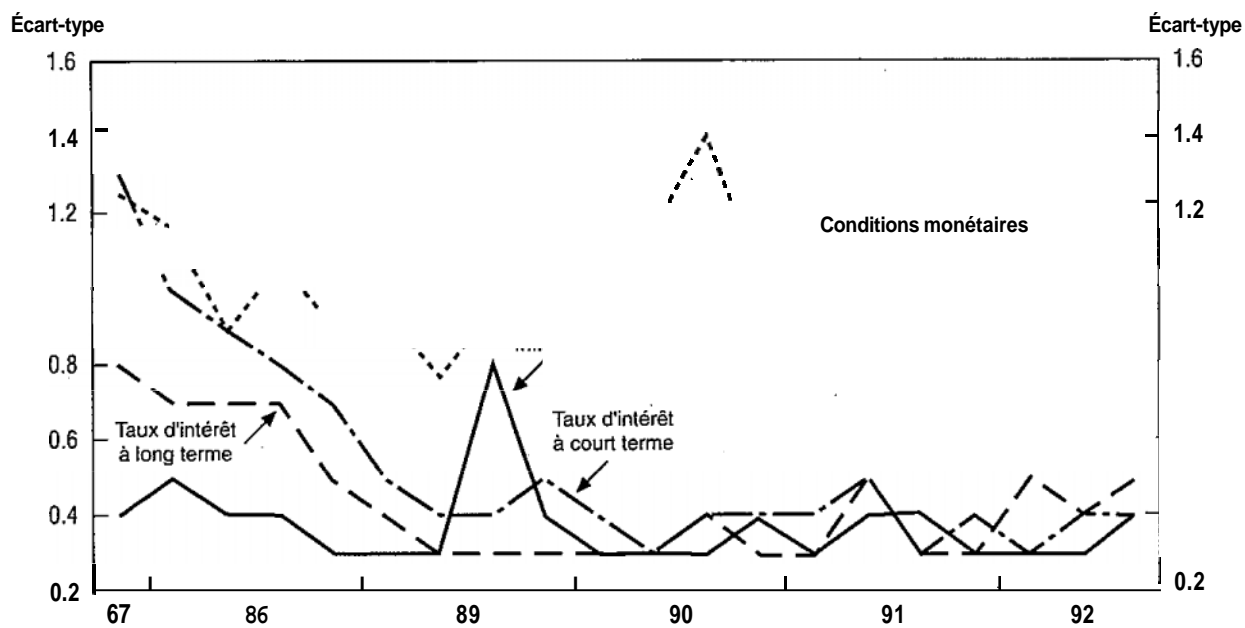
LEG_t est un vecteur de deux variables indicatrices qui est destiné à représenter les effets, sur les incertitudes, de la législation de lutte contre l'inflation et qui, de ce fait, sert d'indicateur de la crédibilité de l'action gouvernementale (α_t). La première variable ($RBACT_t$) correspond à la Reserve Bank Act qui a fait de la

Graphique 5. Incertitude liée aux prix
Sur un horizon de 12 mois



Source : Reserve Bank of New Zealand.

Graphique 6. Incertitude liée aux prix
Perceptions actuelles



Source : Reserve Bank of New Zealand.

stabilité des prix le principal objectif de la politique monétaire et a renforcé l'indépendance de la banque centrale. La seconde (PTA_t), reflète l'annonce des objectifs d'inflation intérimaires par la RBNZ en vertu du Policy Targets Agreement.

MON_t correspond à la variance entre les appréciations personnelles de la situation monétaire telles qu'elles ressortent de l'enquête de la RBNZ. L'enquête demande aux personnes interrogées comment elles perçoivent l'orientation présente et future de la politique monétaire. Elles doivent le faire au moyen d'une note allant de 1 (orientation très restrictive) à 7 (orientation très libérale). Deux périodes sont définies; le présent (MCP_t) et les douze mois à venir ($MC12_t$). En raison du caractère endogène des anticipations, la variable MON_t comporte un décalage d'un trimestre (voir graphiques 5 et 6).

POL_t est un vecteur de variables indicatrices qui est destiné à représenter l'effet des influences politiques sur l'inflation. La première variable ($PARTY_t$) doit permettre de déterminer si le parti travailliste et le parti national semblent avoir, aux yeux de l'opinion, des ordres de priorité différents pour la réalisation des objectifs gouvernementaux y compris en ce qui concerne l'inflation. Plusieurs variations d'une variable indicatrice ont aussi été utilisées pour essayer de déterminer l'influence exercée par les élections sur les incertitudes économiques. Cette variable peut se révéler significative si, par exemple, certaines personnes ont l'impression que le gouvernement en place suit une politique orientée vers la croissance avant une échéance électorale et ne se préoccupe qu'après coup de ses effets inflationnistes. La variable indicatrice la plus significative dans ce domaine ($ELECT_t$), présentée dans les résultats, prend la valeur +1 pendant le trimestre correspondant aux élections d'octobre 1990, la valeur -1 pour le trimestre suivant les élections et une valeur nulle le reste du temps.

Enfin, la variable GAP_t sert d'indicateur de l'écart entre production effective et production potentielle. Elle est destinée à permettre de déterminer si la réduction des incertitudes entourant les prévisions est liée au cycle économique. Le taux de chômage s'étant révélé très significatif dans tous les résultats indiqués, il n'a plus été tenu compte de l'utilisation des capacités par la suite.

Il ressort de ce qui précède que plusieurs influences ont pu s'exercer à peu près en même temps sur les incertitudes concernant les prix, ce qui peut compliquer l'identification de la cause exacte de tout changement d'orientation. Parmi les influences possibles figurent : l'entrée en vigueur de la Reserve Bank Act au début de 1990, les élections de la fin de l'année 1990 – qui ont entraîné un changement de gouvernement – et l'annonce de l'objectif d'inflation au début de 1991. En outre, si l'on tient compte du fait que les déclarations officielles permettent d'être informé à l'avance et que les effets de l'action gouvernementale peuvent être retardés en raison du processus d'adaptation aux nouvelles méthodes, la liste de variables indicatrices donnée plus haut risque, au mieux, de ne fournir qu'une indication de l'évolution générale des facteurs qui influent sur les incertitudes entourant les prix plutôt que d'en donner une description exacte. C'est pourquoi nous nous sommes attachés à tester une variable indicatrice composite

représentant l'effet combiné de la Reserve Bank Act et du PTA¹⁵ ainsi que plusieurs variations de la variable représentative de l'incidence des élections. Dans tous les cas, néanmoins, les résultats indiqués se sont révélés très significatifs. L'insuffisance des données dont on dispose actuellement empêche de recourir à des méthodes plus élaborées (telles que des analyses de régression récursives) pour déceler des changements d'orientation éventuels qui devront donc faire l'objet de recherches ultérieures.

B. Vérification des hypothèses

L'équation [7] sert de base à la vérification de plusieurs hypothèses concernant l'influence des objectifs d'inflation à l'aide d'un certain nombre de tests, récapitulés dans le tableau 1. Premièrement, β_3 est plus petit que zéro si l'on suppose que la mise en œuvre de la Reserve Bank Act et de la législation ultérieure, liée au PTA (LEG_t), contribue à réduire les incertitudes entourant les prévisions. Deuxièmement, l'influence de la conjoncture politique est évaluée à l'aide des variables indicatrices POL_t . β_5 est égal à zéro dans l'hypothèse nulle selon laquelle les facteurs législatifs (représentés par les variables LEG_t) contribuent à réduire l'influence exercée par les considérations politiques sur les incertitudes concernant les prix.

Comme on l'a indiqué plus haut en décrivant l'équation [6], si les incertitudes décalées concernant les prix sont significatives ($\beta_7 > 0$) cela implique que les incertitudes entourant les prévisions sont évolutives. Bien que ce caractère évolutif n'exclue pas la possibilité que l'annonce d'objectifs d'inflation contribue à réduire les incertitudes, il est permis de penser que l'importance des coefficients d'incertitudes décalées diminue sous l'effet de cette annonce. L'évolution passée et la variabilité de l'inflation peuvent être aussi interprétées de la même manière en partant du principe que l'obtention d'un coefficient positif et significatif pour β_6 , β_7 ou β_8 implique également que les anticipations présentent un certain aspect évolutif. Enfin si β_9 a un coefficient négatif, l'incertitude concernant la direction de l'inflation sera d'autant plus petite que celle concernant l'écart de production sera grande.

Tableau 1. Facteurs des incertitudes concernant l'inflation¹

Démarches évolutives	$\beta_1 > 0, \beta_6 > 0, \beta_7 > 0, \text{ ou } \beta_8 > 0$
Indépendance de la Banque centrale	$\beta_3 < 0, \beta_5 = 0$
Attitude prospective	$\beta_2 > 0$
Incertitude de la politique monétaire	$\beta_4 > 0$
Climat conjoncturel	$\beta_9 < 0$

1. Ces Coefficients concernent l'équation [7].

Pour tester le caractère informatif de l'annonce de la politique de lutte contre l'inflation, on peut aussi examiner le comportement de l'inflation ($INFL_t$) avec et sans la variable représentative des objectifs d'inflation (TAR_t) figurant dans l'équation [7]. Par exemple, si cette variable fournit davantage d'informations que l'évolution passée de l'inflation, cela implique une certaine attitude prospective dans la conception des anticipations, ce qui renforce l'intérêt de l'annonce des objectifs d'inflation. Cette hypothèse est vérifiée en cherchant à établir la validité conjointe des variables $INFL_t$ et TAR_t dans le même modèle.

L'équation [7] sert enfin à déterminer l'importance du rôle joué par les incertitudes personnelles à l'égard de l'orientation de la politique monétaire (MON_t) dans les incertitudes concernant les prix. On peut affirmer que même si les objectifs d'inflation contribuent à réduire la variance des prévisions d'inflation, les incertitudes entourant les prix peuvent demeurer importantes si la politique monétaire est considérée comme étant de caractère discrétionnaire ou impossible à prévoir. Étant donné que la stratégie de la RBNZ continue de reposer, pour la détermination des objectifs d'inflation, sur une série d'indicateurs de référence et non pas sur un seul facteur prévisible (tel que le niveau du taux de change ou l'expansion monétaire), il est intéressant d'essayer de déterminer si les incertitudes qui entourent la perception de l'orientation de la politique monétaire augmentent les incertitudes concernant les prix. Dans l'affirmative, on pourrait donc soutenir qu'en expliquant davantage comment interpréter l'orientation de la politique monétaire, on contribuerait à réduire les incertitudes entourant les prix. Pour que cette hypothèse soit acceptable, il faut que le coefficient obtenu pour β_4 soit positif et significatif.

V. RÉSULTATS DE L'ESTIMATION

L'estimation a été réalisée en quatre étapes. Nous avons tout d'abord examiné l'impact des variables relatives à la législation dans les modèles en coupe instantanée pour les deux horizons temporels retenus (trimestre en cours et douze prochains mois) au cours de la période couverte par l'échantillon, c'est-à-dire celle s'étendant entre le troisième trimestre de 1987 et de 1992. Nous avons ensuite considéré le rôle de l'instabilité passée des prix et des influences conjoncturelles en ajoutant les variables (MSD_t) et ($SDRP_t$) ainsi que l'indicateur de l'écart entre production effective et production potentielle (GAP_t) dans les équations relatives à la législation. Dans un troisième temps, nous avons introduit les variables représentant les objectifs d'inflation ($TAR12_t$ et $TAR24_t$) dans la spécification et essayé de déterminer si ces objectifs jouent un rôle plus important que le taux effectif d'inflation ($INFL_t$) dans les incertitudes concernant les prix. Nous avons, enfin, testé le rôle joué par les incertitudes concernant l'orientation de la politique monétaire en établissant une régression de ESD_{jt} par rapport à MON_{t-1} .

Pour chacune de ces étapes, nous avons adopté une méthode d'analyse allant du général au particulier, c'est-à-dire que nous avons commencé par la forme la plus générale de l'équation et nous avons ensuite éliminé une à une les variables les moins significatives, en veillant à chaque fois à nous assurer de l'absence d'erreur de spécification. Si donc une variable n'apparaît plus dans un tableau, c'est parce qu'elle n'était plus significative sur le plan statistique après l'introduction de nouvelles variables. Nous avons préféré adopter cette approche pour séparer, à des fins d'analyse, l'impact sur les incertitudes concernant l'inflation des divers types d'influence – d'ordre législatif, politique et historique. Les dernières variables figurant dans le tableau 4 résultent d'une spécification générale qui comprenait au départ toutes les variables mentionnées. Les résultats des quatre étapes de l'estimation sont présentés dans les tableaux 2 à 4.

A. Influences de la législation

Le tableau 2 présente des estimations transversales utilisant plusieurs variables indicatrices des influences d'ordre législatif et politique. Pour l'horizon temporel à court terme, ni les variables indicatrices de la conjoncture politique (*PARTY*, ou *ELECT_t*), ni les variables représentatives de la législation (*PTA_t* et *RBACT_t*) ne sont apparues influencer notablement les incertitudes liées aux prix, même si les signes obtenus étaient conformes à ceux suggérés par les hypothèses décrites plus haut. En effet, la relation avec les incertitudes entourant les prix s'est révélée

Tableau 2. **Estimations transversales : impact des variables d'ordre législatif et politique**

	Variable dépendante (<i>ESD_{it}</i>)			
	Fin de trimestre	Fin de trimestre	12 mois	12 mois
<i>ESD_{it-1}</i>	0.7541* (0.0883)	0.7445* (0.0782)	0.6041* (0.0976)	0.6105* (0.0940)
<i>RBACT_t</i>	-0.0043 (0.0803)		-0.1193 (0.0865)	-0.1301' (0.0625)
<i>PTA_t</i>	-0.0559 (0.0994)		-0.0453 (0.1577)	
<i>ELECT_t</i>	0.0509 (0.0548)		0.0807 (0.1040)	0.1036 (0.0659)
<i>PARTY'</i>	-0.0617 (0.0803)	0.0113 (0.0323)	0.0223 (0.1565)	
<i>adjR²</i>	0.72	0.72	0.76	0.76
<i>s.e.</i>	0.1134	0.1112	0.1641	0.1612

Notes : Les variables sont définies à la section IV. * indique un résultat significatif avec une probabilité d'erreur de 5 pour cent. Les erreurs-types des coefficients sont données entre parenthèses.

négative, dans le cas des variables indicatrices de la législation, et positive, dans celui des variables indicatrices des élections. L'effet de la variable indicatrice des partis politiques est, par contre, apparu instable, puisque le signe changeait lorsque les variables indicatrices précédentes étaient introduites isolément. Les résultats obtenus pour l'horizon de douze mois ont été plus encourageants. Là encore, le signe attendu a été obtenu pour chacune des variables indicatrices et dans une régression plus limitée, la variable $RBACT_t$ a été significative avec une probabilité d'erreur de 5 pour cent. Comme le montrent les tableaux 3 et 4, cette variable reste significative même lorsque d'autres spécifications sont utilisées (avec un coefficient à long terme allant de -0.26 à -0.39), ce qui semble confirmer que le mandat conféré à la banque centrale a eu pour effet de réduire les incertitudes pesant sur les prévisions de prix. Dans ces dernières régressions, toutefois, la variable indicatrice des élections s'est aussi révélée significative, ce qui suggère que la Reserve Bank Act n'a pas suffi à atténuer l'influence de toutes les considérations politiques sur les anticipations de prix.

B. Influences de la conjoncture et de l'instabilité des prix

Le tableau 3 résume les influences exercées par la conjoncture (GAP_t) et l'instabilité des prix (MSD_t et $SDRP_t$) sur les incertitudes concernant les prix. La

Tableau 3. Estimations transversales : impact de la conjoncture, de l'instabilité des prix et des objectifs d'inflation

	Variable dépendante (ESD_{jt})			
	Fin du trimestre	Fin du trimestre	12 mois	12 mois
ESD_{jt-1}	0.5193* (0.0918)	0.6026* (0.0874)	0.3388' (0.1273)	0.4008* (0.1159)
$RBACT_t$			-0.1381' (0.0579)	-0.2313* (0.0712)
$ELECT_t$			0.0780 (0.0607)	0.0802 (0.0592)
GAP_t	-0.0536* (0.0173)	-0.0409* (0.0182)	-0.0446* (0.0212)	
$SDRP_t$	0.0141 (0.0093)		0.0353* (0.0138)	0.0349* (0.0135)
$TAR_{12/24_{t-1}}$		0.0185* (0.0061)		0.0276* (0.0106)
Test du khi²				
$INFL_{t-1}$		0.00 (0.97)		0.32 (0.57)
$adjR^2$	0.78	0.80	0.81	0.82
s.e.	0.1000	0.0972	0.1470	0.1440

Notes : Les variables sont définies à la section IV. * indique une signification avec une probabilité d'erreur de 5 pour cent. Les erreurs-types des coefficients sont données entre parenthèses.

première remarque qui s'impose est que l'inclusion des variables GAP_t et SDP_t réduit notablement le coefficient de la variable dépendante décalée, ce qui suggère que les facteurs qu'elles représentent jouent un certain rôle dans les incertitudes entourant les prix. Le coefficient positif obtenu pour l'instabilité relative des prix concorde avec les considérations théoriques représentées schématiquement dans l'équation [6] tandis que le coefficient négatif pour le taux de chômage – utilisé comme indicateur de l'écart de la production à son potentiel – implique que les facteurs conjoncturels sont également importants. La signification statistique relative de ces variables varie, toutefois, selon l'horizon temporel considéré : elle est plus marquée, à court terme, pour la variable (GAP_t) et, à plus long terme pour la variable ($SDRP_t$). Pour les deux horizons temporels, la variable GAP s'est révélée statistiquement plus importante avec des coefficients bêta¹⁶ de -0.4 et -0.3 , respectivement, contre 0.05 et 0.13 pour la variable $SDRP$. La variable MSD_t n'est, quant à elle, apparue statistiquement significative pour aucun des horizons considérés.

C. Variables **représentatives** des objectifs et évolution passée de l'inflation

Afin de déterminer si l'écart entre le taux effectif d'inflation et l'objectif fixé par la RBNZ permet de mieux comprendre les fluctuations de la variable ESD_{jt} , nous avons introduit les variables $TAR12_t$ et $TAR24_t$ dans les estimations transversales indiquées dans le tableau 3. Ces deux variables se sont révélées significatives pour les deux horizons temporels (avec des coefficients bêta de 0.13 et 0.2 , respectivement) ainsi qu'avec une spécification plus générale dont on trouvera les détails plus loin dans le tableau 4. La variable représentant l'écart de la production à son potentiel ayant, toutefois, perdu toute signification après l'inclusion de la variable relative aux objectifs, elle a été omise dans la dernière équation du tableau 3. Le taux de chômage, utilisé comme indicateur de l'écart de la production à son potentiel, n'a également plus été significatif lorsque l'inflation effective a été utilisée à la place de la variable des objectifs d'inflation. Afin de déterminer si l'évolution passée de l'inflation contribue davantage à expliquer les incertitudes entourant les prix que les variables des objectifs, nous avons effectué un test sans les variables éliminées. Les résultats figurant dans le tableau 3 confirment l'hypothèse nulle selon laquelle il est superflu de faire intervenir l'inflation passée dans les équations transversales en même temps que les variables représentatives des objectifs. Cette constatation concorde avec le fait qu'un élément prospectif entre dans les incertitudes entourant les prix et apporte une certaine justification à l'utilisation des objectifs d'inflation, dans la mesure où l'écart entre le taux effectif et le taux visé d'inflation sert d'indice de crédibilité de l'action de la banque centrale.

D. incertitude des prix et situation monétaire

Les incertitudes concernant les prix peuvent tenir non seulement aux facteurs considérés précédemment mais aussi au fait que l'action gouvernementale, tant présente que future, dans le domaine monétaire est jugée imprévisible et/ou non transparente. Le tableau 4 présente des régressions permettant d'examiner le rôle joué, dans les incertitudes concernant les prix, par les doutes personnels à l'égard de l'orientation de la politique monétaire. Ces doutes sont mesurés, en s'appuyant sur l'enquête de la RNBZ, au moyen de la variable MCP_t , illustrant la façon dont la politique monétaire en cours est perçue, et de la variable $MC12_t$, représentant les anticipations monétaires à douze mois. Alors que ces variables n'apparaissent pas significatives pour la période en cours, la variable $MC12_t$ l'est dans le cas des prévisions sur douze mois (avec un coefficient bêta de 0.29). Ce résultat est toujours valable, même avec une spécification plus générale de ces prévisions englobant les variables indicatrices des objectifs d'inflation, de la Reserve Bank Act et des élections, mais excluant l'instabilité relative des prix. L'importance des incertitudes entourant l'orientation de la politique monétaire donne à penser que l'adoption d'une démarche plus transparente pourrait contribuer à réduire les incertitudes concernant les prix.

Tableau 4. Estimations transversales : impact de la situation monétaire
Variable dépendante (ESD_{jt})

	Fin du trimestre	Fin du trimestre	12 mois	12 mois	12 mois	12 mois
ESD_{jt-1}	0.7052' (0.0875)	0.7022* (0.0843)	0.7195* (0.0607)	0.7280* (0.0588)	0.4332' (0.0923)	0.4597* (0.0777)
MCP_{t-1}	-0.0181 (0.1232)		0.0892 (0.1442)			
$MC12_{t-1}$	0.1633 (0.1947)	0.1602 (0.1919)	0.8367' (0.2258)	0.8549' (0.1588)	1.0983* (0.1979)	1.1447* (0.1777)
$TAR24_{t-1}$					0.0445* (0.0089)	0.0458* (0.0085)
$SDRP_{t-1}$					0.0064 (0.0119)	
$RBACT_t$					-0.1606* (0.0581)	-0.1414' (0.0455)
$ELECT_t$					0.1087* (0.0473)	0.1109* (0.0468)
Test du khi^2						
$INFL_{t-1}$						0.19 (0.97)
$adjR^2$	0.62	0.62	0.71	0.71	0.88	0.88
s.e.	0.1293	0.1282	0.1517	0.1508	0.1144	0.1136

Notes : Les variables sont définies à la section IV. * indique un résultat significatif avec une probabilité d'erreur de 5 pour cent. Les erreurs-types des coefficients sont données entre parenthèses.

VI. CONCLUSIONS

Nous avons examiné plusieurs facteurs possibles des incertitudes concernant les prix dans le cadre d'une analyse transversale utilisant les données de l'enquête de la RBNZ. Bien que les variables indicatrices de la prévisibilité de la politique monétaire donnent à penser que la RBNZ pourrait avoir intérêt à recourir à des méthodes d'exploitation plus transparentes, la Reserve Bank Act a déjà considérablement réduit les incertitudes concernant les prix et atténué certaines des influences exercées par la conjoncture politique. La réalisation des objectifs d'inflation sert, en outre, d'indice de crédibilité de la politique monétaire et l'écart entre le taux effectif d'inflation et le taux prévu par la RBNZ joue d'ailleurs pour beaucoup dans les incertitudes entourant les prix, davantage même que l'évolution passée de l'inflation. Il ressort de l'analyse que les incertitudes concernant les prix ont, en Nouvelle-Zélande, été plus fortement influencées par les modifications apportées au contexte de la politique monétaire que par l'évolution passée des prix relatifs et du niveau général des prix. Bien qu'il existe une corrélation significative entre la dispersion des prix relatifs et les incertitudes concernant l'évolution générale des prix, elle n'est pas importante par rapport aux facteurs des incertitudes entourant les prix qui sont liés à l'action gouvernementale.

Bien que l'analyse empirique ait utilisé les données d'enquête d'un seul pays pour obtenir un indicateur des incertitudes liées aux prix, elle pourrait, semble-t-il, être utile aux pays qui ont recours, ou qui envisagent de recourir, aux objectifs d'inflation pour stabiliser les prix. Ses résultats donnent tout d'abord à penser que c'est la différence entre le taux effectif et le taux visé d'inflation qui contribue notablement à réduire les incertitudes entourant les anticipations de prix plutôt que la simple annonce des objectifs d'inflation; c'est-à-dire qu'il est indispensable d'atteindre les objectifs d'inflation fixes pour assurer la crédibilité de la politique monétaire, ces objectifs constituant des points de référence très utiles à l'opinion pour évaluer les résultats des autorités. Il ressort également de l'analyse que la législation sur laquelle s'appuient les objectifs – la Reserve Bank Act – est aussi importante et que le renforcement de l'indépendance de la banque centrale qu'elle implique contribue à atténuer progressivement les influences d'ordre politique et conjoncturel s'exerçant sur l'inflation. Enfin, même si les objectifs d'inflation et la législation qui les accompagne ont contribué à réduire les incertitudes concernant les prix, l'orientation présente et future de la politique monétaire continue, à tout moment, de susciter des inquiétudes. Cela peut tenir au fait que les objectifs d'inflation ne constituent pas en eux-mêmes une règle d'action, mais simplement une déclaration d'intention. Les autorités monétaires sont ensuite libres de les atteindre comme elles l'entendent. Une plus grande transparence dans la conduite de la politique monétaire pourrait donc contribuer à réduire les incertitudes entourant les prix.

NOTES

1. Les objectifs d'inflation sont actuellement d'une hausse annuelle des prix à la consommation de 0 à 2 pour cent en Nouvelle-Zélande et en Finlande (dans ce dernier cas, l'objectif doit être atteint d'ici 1995), de 1 à 3 pour cent en Suède et au Canada et de 1 à 4 pour cent au Royaume-Uni (jusqu'en 1997, au moins).
2. Il s'agit, par exemple : des coûts en capital encourus au titre du logement au Royaume-Uni, en Nouvelle-Zélande et en Finlande; de la fiscalité indirecte en Suède, en Nouvelle-Zélande, en Finlande et au Canada; de la dépréciation directe du taux de change en Suède ainsi que des chocs au niveau des termes de l'échange, et des catastrophes naturelles en Nouvelle-Zélande.
3. En gros, on peut dire qu'une politique n'est pas stable si les décideurs peuvent être incités à revenir sur une déclaration antérieure de politique générale. Toutefois, si les anticipations sont conçues de manière rationnelle, les décideurs n'ont rien à gagner à agir de la sorte du fait que les agents économiques anticipent alors leur intention de se dédire, ce qui réduit la crédibilité de la politique en question. Cela peut militer, dans le cas de la politique monétaire, en faveur du recours à une limitation fixe de l'expansion monétaire pour assurer la stabilité des prix plutôt qu'à des mesures discrétionnaires.
4. La RBNZ a eu pour stratégie d'adopter pour cible un indice modifié des prix à la consommation qui exclut les coûts des prêts hypothécaires. Depuis la guerre du Golfe, les prix pétroliers en sont aussi exclus.
5. Lachler (1988) note que la dynamique du processus déflationniste peut avoir des conséquences importantes pour la crédibilité.
6. L'exemple de la Nouvelle-Zélande est souvent cité pour illustrer le lien entre le cycle économique et les préoccupations politiques. Voir Alesina, Cohen, Roubini (1992, 1993).
7. Parmi les indicateurs utilisés figurent : les taux d'intérêt, l'écart de la production à son potentiel, l'écart des rendements, les salaires et les agrégats monétaires. Voir *Études économiques de l'OCDE, Nouvelle-Zélande*, 1993.
8. 'Ce cadre se caractérise notamment par la présence d'un modèle d'anticipations rationnelles de l'évolution de plusieurs marchés à partir d'informations limitées, comme dans Lucas (1972) et Barro (1976).
9. L'objectif d'inflation peut être exprimé sous la forme d'une estimation ponctuelle ou d'une fourchette. C'est une estimation ponctuelle qui sera utilisée dans l'étude empirique.
10. Dans la section suivante consacrée à l'étude empirique, le taux effectif d'inflation est utilisé à la place de la composante systématique de l'inflation générale (Φ_t).

11. Il s'agit notamment de l'évolution de l'indice des prix à la consommation, des taux d'intérêt à court et à long terme, du solde de la balance commerciale, du solde des opérations courantes, du taux de change, de la progression des salaires et de la perception de la situation monétaire.
- 12.. L'indice du taux de change pondéré par les échanges internationaux a aussi été inclus dans la variable ESD_{it} pour les tests décrits plus haut mais a été abandonné par la suite en raison d'anomalies dans les résidus de la plupart des spécifications. De fait, cet indice est devenu plus récemment autant un instrument qu'un objectif de la politique monétaire, ce qui complique son interprétation (voir Grimes et Wong, 1992).
13. Dans l'estimation empirique décrite plus tard, il a été tenu compte de différentes constantes spécifiques (voir équation [7]). Celles-ci s'étant toutefois révélées peu significatives dans l'ensemble, elles ne sont pas mentionnées ici.
14. Bien que la RBNZ fonde sa politique sur un indice des prix à la consommation excluant les coûts des prêts hypothécaires et les prix pétroliers, elle n'ajuste pas en conséquence ses prévisions ni les résultats de son enquête sur l'inflation.
15. Nous avons utilisé pour cela une variable indicatrice prenant la valeur +1 pendant la période où seule la Reserve Bank Act était appliquée, +2 après l'annonce des objectifs d'inflation dans le cadre du PTA et une valeur nulle le reste du temps.
16. Un coefficient bêta de 0.1 peut être interprété comme signifiant que lorsque l'écart-type de la variable indépendante varie d'une unité, celui de la variable dépendante varie de 0.1.

BIBLIOGRAPHIE

- Alesina, A.G., Cohen, D. et Roubini, N., « Electoral business cycles in industrial democracies », *European Journal of Political Economy* 9, p. 1-23, 1993.
- Alesina, A.G., Cohen, D. et Roubini, N., « Macroeconomic policy and elections in OECD democracies », *Economics and Politics* 4, p. 1-31, 1992.
- Barro, R.J., « Rational expectations and the role of monetary policy », *Journal of Monetary Economics* 2, p. 1-32., 1976.
- Barro, R.J. et Gordon, D., « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », *Journal of Monetary Economics* 12, p. 101-121, 1983.
- Batchelor, R. et Orr, A., « Inflation uncertainty, inflation shocks and the credibility of counterinflation Policy », *European Economic Review* 35, p. 1385-1397, 1991.
- Cukierman, A. et Wachtel, P., « Relative price variability and non-uniform inflationary expectations », *Journal of Political Economy* 90, p. 146-157, 1982a
- Cukierman, A. et Wachtel, P., « Inflationary expectations and further thoughts on inflationary uncertainty », *American Economic Review* 72, p. 508-512, 1982b.
- Cukierman, A. et Wachtel, P., « Differential inflationary expectations and the variability of the rate of inflation : theory and evidence », *American Economic Review* 69, p. 595-609, 1979.
- Fischer, A.M., « Inflation targeting : the New Zealand and Canadian cases », *Cato Journal*, été 1993.
- Grimes, A. et Wong, J., « The role of the exchange rate in New Zealand monetary policy », *Pacific Basin Working Paper*, série n° PB93-03, 1992.
- Lachler, U., « Credibility and the dynamics of disinflation in open economics : a note on the Southern Cone experiment », *Journal of Development Economics* 28, p. 285-307, 1988.
- Lucas, R.E., « Expectations and the neutrality of money », *Journal of Economic Theory* 4, p. 103-124, 1972.
- OCDE, *Études économiques, Nouvelle-Zélande*, 1993.
- Perrson, T. et Tabellini, G., « Designing institutions for monetary stability », document rédigé en vue de la Conférence Carnegie-Rochester, 20-21 novembre 1992.
- Reserve Bank of New Zealand, *Reserve Bank Bulletin*, plusieurs numéros.
- Walsh, C., « Optimal contracts for central bankers », document ronéoté, UC Santa Cruz, 1992.

Appendice

ENQUÊTE DE LA « RE ERVE BANK » DE .JOUVELLE-ZÉLA IDE SUR LES ANTICIPATIONS

L'enquête de la RBNZ sur les anticipations est unique en Nouvelle-Zélande dans la mesure où elle porte sur des estimations quantitatives de variables économiques globales plutôt que sur des réponses qualitatives à des questions concernant les activités propres des personnes interrogées. Bien qu'elle soit principalement orientée sur l'évolution attendue de variables financières et monétaires (telles que la situation monétaire, les prix, les taux d'intérêt et les taux de change), elle comporte une section comprenant des questions sur les tendances d'évolution du volume de l'activité, de la balance des paiements, du déficit budgétaire ainsi que des salaires et du chômage.

Cette enquête est réalisée par le « MRL Research Group », en général le deuxième mercredi des mois de février, mai, août et novembre et ses résultats sont publiés un mois plus tard dans le *Reserve Bank Bulletin*. Les personnes interrogées appartiennent à quatre grands groupes : secteur financier, industries manufacturières, agriculture et monde du travail. La rubrique « autres » couvre les personnes, telles que les conseillers et les commentateurs économiques, qui bien que n'influant pas directement sur les résultats économiques effectifs pourraient influencer les anticipations. Tous les participants à l'enquête reçoivent la même série de questions, sans la moindre information sur les tendances d'évolution passées des variables considérées. Ils sont invités à fournir une réponse chiffrée ou à cocher la case « sans réponse » s'ils n'ont aucune anticipation précise. Comme le montre le tableau A1, ils appartiennent pour la plupart aux secteurs financier et manufacturier et cela n'a guère varié tout au long de la période considérée.

Tableau A.1. **Nombre de participants a l'enquête de la RBNZ par groupe, pendant la période 1987-92**

	Minimum	Maximum	Moyenne
Secteur financier	56	89	68.5
Secteur manufacturier	51	80	61.6
Agriculture	17	26	19.7
Monde du travail	4	22	17.6
Autres	14	22	17.6
Total des réponses	159	207	178.3
Taux de réponse (pour cent)	62	80	67.7

Source : Reserve Bank de Nouvelle-Zélande (RBNZ).