

L'application de cibles en matière d'inflation : l'expérience de la Nouvelle-Zélande

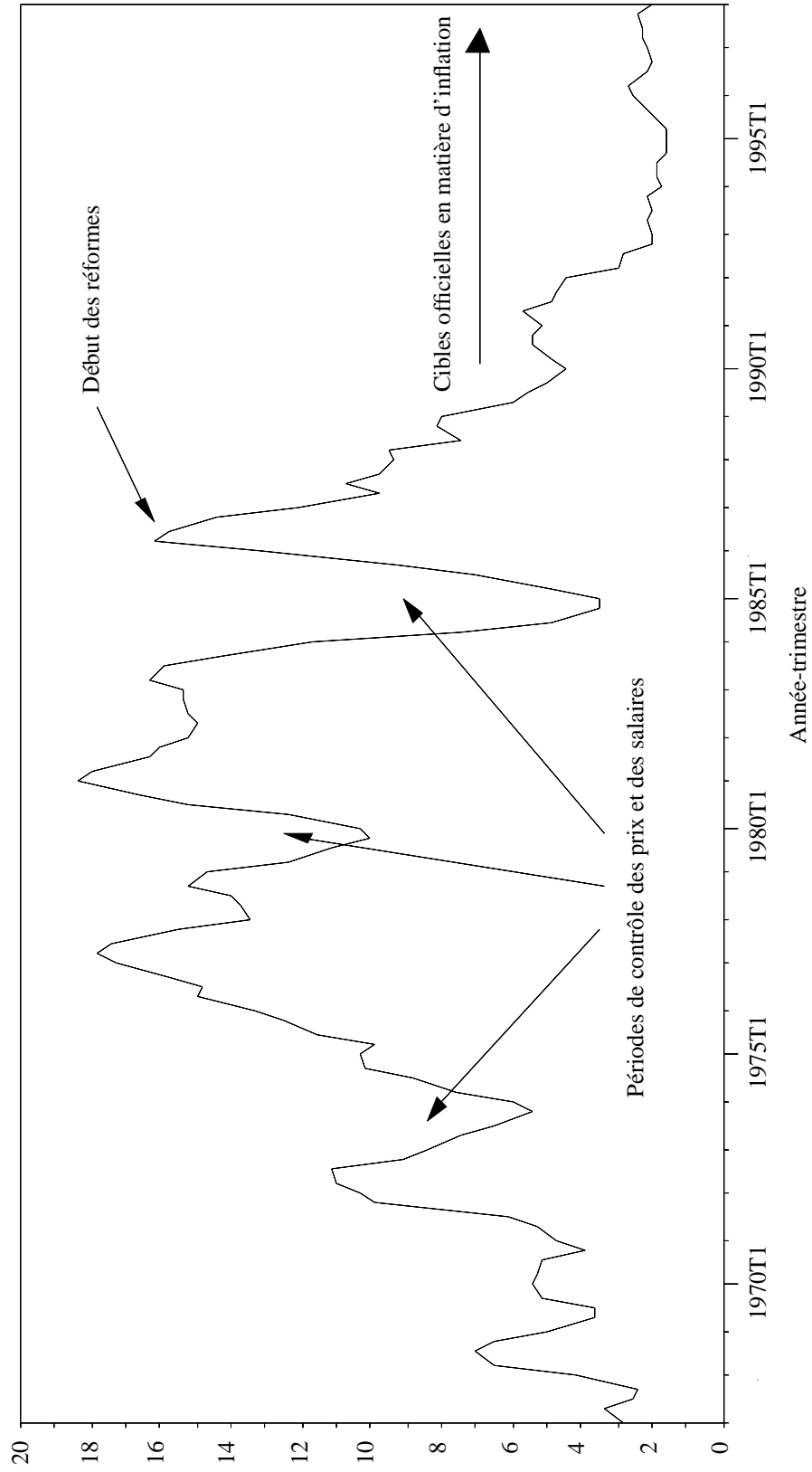
*Murray Sherwin**

1 L'inflation en Nouvelle-Zélande : contexte général

Vers 1967 s'est amorcée en Nouvelle-Zélande une période de forte inflation qui devait durer plus d'une vingtaine d'années. Pendant une bonne partie de cette période, la hausse des prix à la consommation a dépassé largement la barre des 10 %, culminant à tout près de 20 % (Figure 1). L'inflation n'a jamais été acceptable sur le plan politique. C'est pour cette raison, de même qu'à cause de la réticence des autorités à s'attaquer aux sources fondamentales des tensions inflationnistes, que la Nouvelle-Zélande a fait deux tentatives, pendant les années 70, pour bannir l'inflation en instaurant un régime de contrôle des prix et des salaires. Au début des années 80, une nouvelle tentative a été effectuée sous la forme d'un blocage général des salaires, des prix, des loyers, des taux d'intérêt, des dividendes, des honoraires versés aux administrateurs et du taux de change. C'est l'impossibilité manifeste de soutenir cette dernière tentative — qui était aussi la plus draconienne — de supprimer les mécanismes du marché qui a finalement rendu possibles les réformes radicales et les initiatives de déréglementation adoptées par les travaillistes, arrivés au pouvoir en 1984. Ce train de réformes englobait une nouvelle conception de la conduite de la politique monétaire, qui visait à attaquer à la racine le problème d'inflation persistante de la Nouvelle-Zélande.

* *Je remercie Scott Roger de l'aide qu'il m'a apportée dans la rédaction de ces commentaires. Je suis également redevable à Michael Reddell de ses observations utiles.*

Figure 1
Taux d'augmentation annuel de l'IPC (hors services de crédit et TPS) en Nouvelle-Zélande, 1966-1996



Peu après l'élection de 1984, la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande a reçu pour instruction d'axer la politique monétaire exclusivement sur la limitation de l'inflation. C'est dans ce contexte que la Nouvelle-Zélande a adopté un régime de changes flottants en 1985. Les progrès sur le front de l'inflation ont été lents, probablement en raison de la persistance des importants déficits budgétaires qui étaient apparus au début des années 80, de la dévaluation de 20 % du taux de change en 1984 et des importants rajustements de prix qui avaient suivi la levée du contrôle des prix et des salaires de 1982-1984. À ces facteurs s'est superposée la variante locale de la forte expansion boursière observée à l'échelle mondiale jusqu'en octobre 1987; ce phénomène, qu'a indéniablement amplifié la déréglementation financière en Nouvelle-Zélande, a contribué à y alimenter la confiance des ménages et l'activité économique pendant une période beaucoup plus longue que celle qui paraissait vraisemblable, ou même possible, compte tenu de la rigueur de la politique monétaire appliquée alors. Un facteur non négligeable du point de vue de l'inflation mesurée a également été l'instauration, à la fin de 1986, d'une taxe générale de 10 % sur les produits et services, qui a été portée à 12,5 % en juillet 1989.

Après l'effondrement boursier de 1987, des progrès ont été réalisés vers la stabilité des prix, l'inflation passant sous la barre des 2 % au cours de 1991 et se maintenant depuis entre 1,1 et 2,4 %.

La loi de 1989 sur la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande officialisait une structure qui n'avait cessé d'évoluer depuis 1984. On peut voir dans cette loi un élément parmi d'autres du vaste programme de réforme qui a touché les organismes du secteur public, mais l'un des principaux facteurs à l'origine de ce texte, en particulier du point de vue du gouvernement travailliste, auteur du projet de loi, était la volonté d'institutionnaliser la stabilité des prix — d'obliger les gouvernements futurs à dévoiler leurs objectifs en matière d'inflation et, dans le même esprit, la Banque de réserve à communiquer clairement son évaluation des risques d'inflation de même qu'à rendre compte des résultats obtenus dans la conduite de la politique monétaire.

Les artisans de la nouvelle structure régissant la politique monétaire, tout comme ceux d'une bonne partie des réformes mises en place en Nouvelle-Zélande, ont accordé une grande attention aux mesures incitatives. Ils étaient conscients que, si l'incohérence dynamique qui est inhérente à la politique monétaire introduisait un biais en faveur de l'inflation, il importait de mettre en place des structures de nature à contrecarrer ce biais.

2 Le rôle des cibles en matière d'inflation

L'adoption d'une cible explicite en matière d'inflation n'est que l'un des éléments du régime de politique monétaire en vigueur en Nouvelle-Zélande. Plus fondamental encore est l'établissement d'un objectif *unique* de stabilité des prix, ainsi que la mise en place de dispositions assurant l'autonomie de la Banque de réserve sur le plan opérationnel et d'exigences rigoureuses en matière de transparence et de reddition de comptes. Il est donc difficile de conclure que l'instauration d'une cible explicite à l'égard de l'inflation a été le facteur déterminant de la tenue différente de l'inflation en Nouvelle-Zélande.

Ce qui est certain, par contre, c'est que le comportement de l'inflation s'est modifié profondément en Nouvelle-Zélande. Malgré une reprise exceptionnellement longue et vigoureuse, qui s'est amorcée à la fin de 1991, l'inflation est demeurée faible par rapport aux chiffres enregistrés dans le passé. Il s'agit là d'un comportement totalement différent de celui qui avait été observé au cours des vingt et quelques années précédentes.

Il est plus difficile de déterminer dans quelle mesure cette amélioration de la tenue de l'inflation est attribuable à l'adoption de la loi sur la Banque de réserve et de cibles à l'égard de l'inflation. Deux éléments doivent être pris en compte à cet égard. En premier lieu, la manière dont le gouvernement envisage la gestion macroéconomique a complètement changé en 1984. Il était peu probable qu'un gouvernement qui était prêt à s'engager dans une réforme en profondeur de tous les secteurs de l'économie tolère la persistance d'une forte inflation ou recule devant les décisions difficiles à prendre pour contenir l'inflation, peu importe le régime précis de politique monétaire en vigueur.

En second lieu, la tenue de l'inflation s'est aussi beaucoup améliorée chez les partenaires commerciaux de la Nouvelle-Zélande pendant les années 80 et 90. On a observé alors, à l'échelle internationale, un changement d'attitude face aux conséquences de l'inflation. Il est peu probable que, même si elle l'avait voulu, la Nouvelle-Zélande ait pu rester à l'écart de ce courant.

Au delà de ces facteurs particuliers, lorsqu'on cherche à évaluer les résultats donnés par la politique monétaire appliquée en Nouvelle-Zélande depuis 1984, il ne faut pas oublier l'ampleur des changements qu'ont subis, durant cette période, tous les autres secteurs de l'économie néo-zélandaise. Nombre de ces changements ont favorisé la limitation de l'inflation, notamment l'assainissement marqué des finances publiques pendant la deuxième partie de cette période, les réformes du marché du travail et les importantes réductions des obstacles au commerce international. En revanche, d'autres aspects de la politique publique, bien que certainement

justifiés sous l'angle de la politique macroéconomique et de l'efficience à long terme, ont constitué de réels obstacles à la conduite de la politique monétaire et à la réduction de l'inflation à court terme. Mentionnons à cet égard l'importance relative accrue des taxes à la consommation, aux dépens des impôts sur le revenu, et l'accent mis sur la « tarification des usagers » dans la prestation des services publics (en particulier dans les domaines de la santé, de l'éducation, du logement social, des administrations locales et de l'électricité).

3 Les anticipations et les appuis à la stabilité des prix

En dernière analyse, la crédibilité de l'engagement officiel de réaliser la stabilité des prix tient à la volonté de la banque centrale de respecter cet engagement, à la volonté du gouvernement de l'heure de l'appuyer (ou, à tout le moins, de ne pas s'y opposer) et à la volonté de l'électorat d'accorder ses suffrages aux politiciens qui se disent attachés à la stabilité des prix. Dans ce contexte, l'adoption d'une cible explicite en matière d'inflation, combinée aux dispositions relatives à l'obligation de rendre compte et aux exigences de transparence, a joué un rôle utile en Nouvelle-Zélande.

En ce qui concerne la Banque de réserve, l'engagement explicite et clair envers la stabilité des prix a indubitablement amené la banque centrale à se concentrer sur la conduite de la politique monétaire. La cible visée est relativement étroite, et largement connue. La Banque ne peut se soustraire aux décisions difficiles qu'exige la mise en œuvre de la politique monétaire et elle ne peut se permettre de tergiverser. Comme dans les autres pays — mais peut-être cela est-il encore plus vrai chez nous en raison de la petite taille de notre économie —, nous sommes en butte à des pressions et à des campagnes d'opinion visant à nous faire « modifier » l'orientation de notre politique pour tenir compte de difficultés régionales ou sectorielles particulières. Le cadre de conduite de la politique monétaire et l'existence de cibles explicites jouent un rôle important face à ces pressions en nous permettant de nous y opposer avec plus de diligence. En outre, il est indéniable que l'existence d'une cible explicite a permis à la Banque de réserve d'articuler ses communications publiques de façon très efficace autour d'un objectif parfaitement clair.

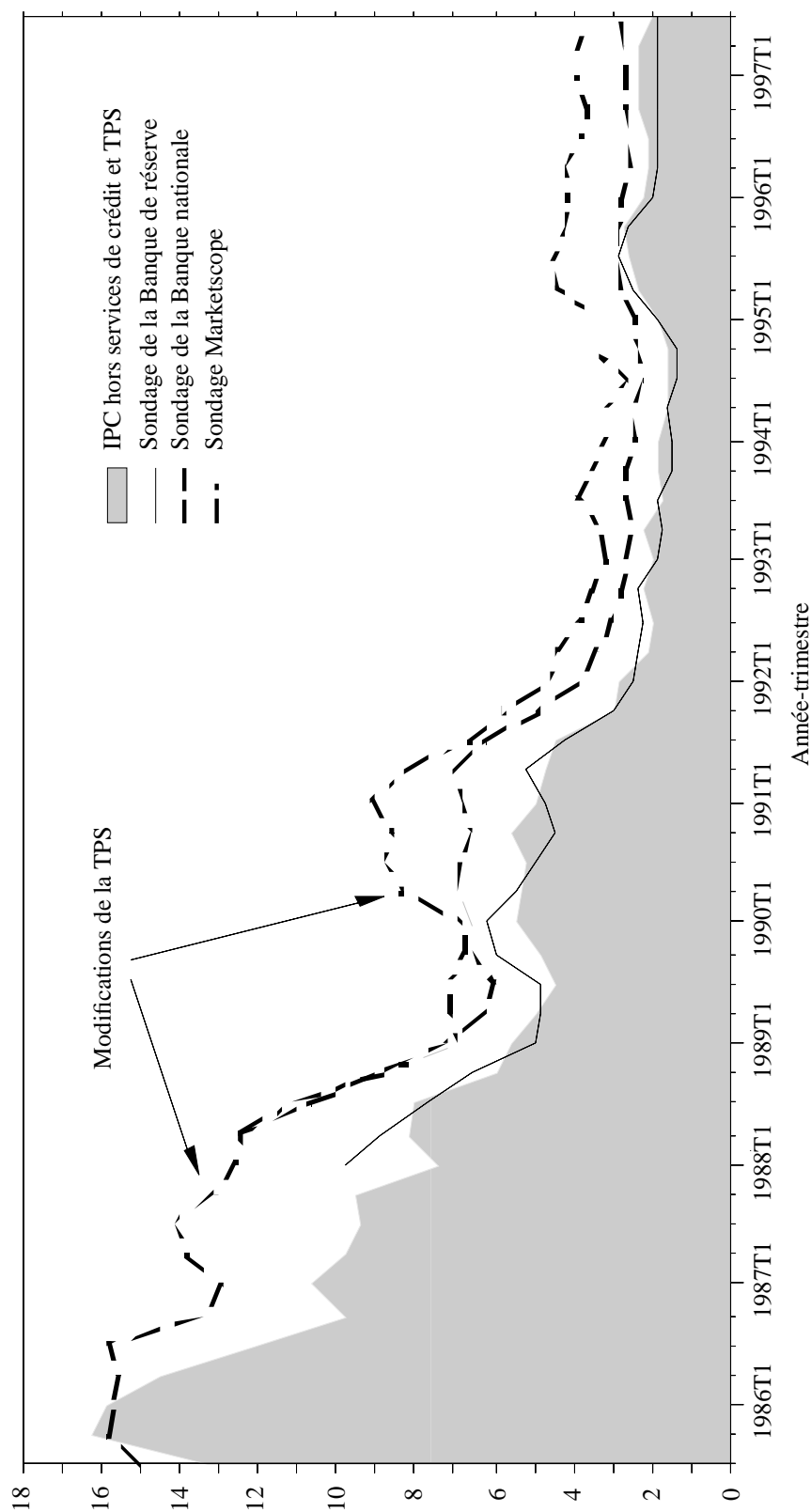
En ce qui concerne la classe politique, le caractère explicite et la transparence des dispositions régissant la politique monétaire semblent bien avoir modifié de manière appréciable la nature des débats entourant la politique monétaire. Il est devenu très difficile de contester sur le plan politique le bien-fondé de l'objectif de stabilité des prix, ou d'un objectif à peu près équivalent. De fait, lors de la récente campagne électorale, aucun parti n'a paru juger avantageux de mettre en doute la légitimité du maintien de l'inflation à un bas niveau. Le débat a eu tendance à porter sur le cadre de

la politique monétaire — et, en particulier, sur la formulation précise de la cible — plutôt que sur le bien-fondé du ciblage proprement dit. Le gouvernement semble ne pas vouloir se mêler de la conduite quotidienne de la politique monétaire, laissant à la Banque de réserve le soin d'intervenir dans les débats publics. Le comportement de la classe politique est également influencé par le fait que le gouvernement, en la personne du ministre des Finances (qui dirige aussi le Trésor), est partie prenante à la cible de maîtrise de l'inflation puisqu'il a souscrit à l'accord établissant les cibles de la politique monétaire. Le gouvernement se trouve ainsi tenu de respecter l'objectif de stabilité des prix, mais il n'a pas à justifier l'évolution des conditions monétaires au jour le jour ni les mesures particulières de politique monétaire qui peuvent être prises. De ce fait, la structure en place offre aussi les meilleures chances de focaliser le débat politique sur les objectifs à long terme plutôt que sur les questions de tactique à court terme.

En ce qui concerne le public, y compris les marchés financiers, on ne saurait dire exactement si c'est l'adoption d'une cible explicite en matière d'inflation ou la mise en place de dispositions visant à responsabiliser la Banque de réserve et à assurer la transparence de ses actions qui a le plus contribué à modifier et à ancrer les anticipations d'inflation. Bien entendu, il se peut aussi tout simplement que l'attitude du grand public et des marchés ait été modifiée principalement par les succès remportés dans la lutte contre l'inflation.

Il est cependant difficile, lorsqu'on aborde ce genre de question, d'étayer une appréciation subjective par des faits indiscutables. Rien ne serait plus satisfaisant que de pouvoir démontrer que, en s'engageant fermement à réaliser la stabilité des prix, les autorités ont bel et bien obtenu une modification des anticipations d'inflation plus marquée que celle qui aurait été observée si elles avaient simplement réussi à stabiliser les prix. Malheureusement, les résultats dont nous disposons dans le cas de la Nouvelle-Zélande ne sont pas concluants (voir la Figure 2). Nous pouvons chercher des indices de changement structurel dans la courbe de Phillips à court terme. Or, nous constatons en général que l'indication d'un changement structurel dépend énormément des données utilisées (par exemple, de la mesure des anticipations d'inflation et de l'estimation de la production « potentielle ») et de la forme de la courbe de Phillips (linéaire, non linéaire, asymétrique, etc.). En outre, même si nous décelions des indices concluants d'un changement structurel, il serait difficile d'attribuer ce dernier exclusivement à la modification du régime de politique monétaire plutôt qu'aux transformations intervenues en même temps dans les autres champs d'intervention de la politique économique.

Figure 2
Taux d'augmentation annuel de l'IPC et taux d'inflation attendu à l'horizon d'un an



Nota : Le sondage de la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande est effectué auprès des entreprises et des opérateurs de marchés financiers; celui de la Banque nationale vise la clientèle commerciale; le sondage Marketscope, enfin, est mené auprès des ménages.

4 Les cibles en matière d'inflation et la mise en œuvre de la politique monétaire

La dynamique du processus de mise en œuvre de la politique monétaire s'est de toute évidence modifiée en Nouvelle-Zélande. Il semble que l'on puisse raisonnablement conclure que le remplacement d'objectifs multiples et changeants, relevant du pouvoir politique, par une cible unique et publique de maîtrise de l'inflation, la responsabilité de la politique monétaire étant confiée sur le plan opérationnel à une banque centrale indépendante, a aidé les marchés à anticiper l'orientation future de la politique monétaire et à se comporter en conséquence.

D'après notre expérience, la clarté de la cible visée en matière d'inflation, combinée à la transparence et à la fréquence de nos communications publiques (sous la forme d'exposés semestriels de politique monétaire, conformément à la loi, et de projections économiques pour les trimestres situés entre deux exposés), fournit suffisamment d'information pour que les marchés puissent prévoir de manière relativement fiable l'orientation prochaine de la politique monétaire. De fait, nous considérons une anticipation efficace de nos actions de la part des marchés comme un bon critère d'évaluation de l'efficacité des efforts que nous déployons pour faire comprendre le cadre de notre politique et notre processus de décision.

Il est par conséquent probable que la Banque de réserve se trouve mieux placée pour entériner l'évolution du marché que pour la dicter. Il semble raisonnable de supposer que les marchés ne feraient pas montre de la même obligeance s'ils n'étaient pas persuadés, d'abord, que la Banque est déterminée à suivre sans dévier sa politique de maîtrise de l'inflation et, ensuite, que la banque centrale est bel et bien capable d'instaurer les conditions monétaires qu'exige la réalisation de sa cible, peu importe que les marchés financiers soient disposés ou non à lui faciliter la tâche.

Cela ne veut pas dire que la Banque de réserve et les marchés financiers locaux soient toujours en parfait accord sur l'orientation probable et souhaitable de la politique monétaire. Les avis peuvent diverger au sujet de la composition appropriée des conditions monétaires, c'est-à-dire de l'importance relative des variations des taux d'intérêt et du taux de change — question que connaît bien la Banque du Canada —, ou différer un peu sur l'intensité actuelle ou prévisible des tensions inflationnistes. Mais nous avons retenu de notre expérience une chose, qui détonne quelque peu par rapport à la culture des autres banques centrales, c'est que le fait de communiquer nos points de vue aux marchés a généralement une influence positive et stabilisatrice.

5 La conception et l'application de la cible

La conception de la cible et la façon de l'atteindre mettent en jeu, à l'évidence, un grand nombre de questions complexes. Sa formulation précise dépend beaucoup moins de ce qu'il serait préférable de retenir en théorie que de ce qui peut effectivement servir de cible parmi les mesures dont on dispose.

5.1 La formulation de la cible

La Nouvelle-Zélande a choisi pour cible l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour deux raisons. La première est d'ordre purement pratique : les autres mesures de prix, comme les prix à la production ou les indices implicites de prix des comptes nationaux, ne sont pas d'aussi bonne qualité, ne sont pas publiés aussi rapidement et subissent davantage de révisions. Nous n'avons réellement guère d'autre choix que l'IPC.

Cependant, même s'il existait une solution de rechange, il est probable que nous choisirions quand même une cible basée sur l'IPC, en bonne partie à cause de la relation assez directe que l'IPC présente avec le processus plus général de formation des anticipations d'inflation, relation qui tient elle-même au fait que l'IPC est largement connu du public. Si les anticipations d'inflation incorporées aux prix nominaux des actifs et aux prévisions de salaires nominaux sont liées principalement aux prix englobés dans l'IPC, la stabilisation des prix à la consommation devrait se révéler la stratégie la plus efficace, tout en réduisant au maximum les conséquences négatives éventuelles d'une politique de stabilité des prix sur la variabilité de la production. Nous ne pouvons être absolument certains de ne pas nous tromper, mais il n'existe à notre connaissance aucun courant d'idée marqué voulant qu'une cible basée sur l'IPC soit mauvaise, ni de solution de rechange manifestement supérieure.

5.2 Le centre de la fourchette cible

La détermination du centre de la fourchette cible et de l'amplitude optimale de cette fourchette est une question dont on discute encore en Nouvelle-Zélande, et qui ne sera peut-être jamais réglée. Nous sommes toujours d'avis que le centre de la fourchette cible devrait être voisin de la stabilité des prix, compte tenu de l'existence possible d'un biais propre à l'IPC. Nous ne souscrivons pas au type de raisonnement soutenu par Krugman (1996), Akerlof, Dickens et Perry (1996), ainsi que Pierre Fortin (1996), aux yeux desquels il ne serait pas justifié, selon une analyse coûts-avantages, de ramener l'inflation au voisinage de zéro. À bien des égards, ce raisonnement s'applique davantage dans le cas où l'inflation est nettement

supérieure à zéro et où l'on peut choisir le niveau auquel il convient de la ramener. Ce raisonnement perd de sa pertinence lorsqu'il s'agit de maintenir une situation qui se rapproche de la stabilité des prix.

Bien que l'existence d'un biais inhérent à l'IPC justifie peut-être un taux d'inflation (mesuré) moyen supérieur à zéro, il n'en découle pas nécessairement que la cible doive être exprimée en fonction du taux d'inflation. On pourrait certes considérer qu'une cible constituée par le niveau des prix, assorti d'une dérive assujettie à certaines limites, est plus compatible avec une véritable stabilité des prix. Je doute cependant qu'une cible basée sur le niveau des prix rallie les suffrages en Nouvelle-Zélande, notamment en raison des questions difficiles de responsabilité et d'incohérence dynamique que pose une cible de ce genre.

5.3 L'amplitude de la fourchette cible

La cible fixée à l'égard de l'inflation sert au moins deux fins importantes en Nouvelle-Zélande. Elle sert d'abord de guide au public. De ce fait, il convient d'établir une fourchette suffisamment large pour qu'elle soit crédible, c'est-à-dire une fourchette telle qu'on puisse raisonnablement s'attendre à ce que, la plupart du temps, l'inflation se situe dans la plage visée. Nous avons lieu de croire que la fourchette de 0 à 2 % choisie initialement pour cible en Nouvelle-Zélande n'était pas considérée comme entièrement crédible dans l'opinion publique en raison de son étroitesse.

La fourchette cible constitue également un guide important pour la banque centrale — surtout si des sanctions sont imposées, comme c'est le cas en Nouvelle-Zélande, quand l'inflation effective en sort. De ce fait, on pourrait préférer une fourchette relativement étroite parce que cela ne laisserait guère de possibilités à la banque centrale de relâcher sa vigilance face à l'évolution de l'inflation ou de s'endormir sur ses lauriers.

Nous ne savons pas exactement, par contre, quelle est l'amplitude optimale de la fourchette cible pour la conduite de la politique monétaire. On peut supposer que la fourchette optimale est fonction de l'incertitude entourant la structure de l'économie, de la variabilité du mécanisme de transmission de la politique monétaire et de la nature des chocs auxquels l'économie est soumise. Tant que nos connaissances n'auront pas progressé sensiblement dans ces domaines, nous ne pourrions affirmer avec confiance qu'une fourchette de deux ou de trois points de pourcentage est optimale.

L'un des points sur lesquels nos pratiques respectives diffèrent sensiblement, dans l'application des cibles définies, est la question des exceptions ou dérogations, c'est-à-dire l'exclusion de divers chocs ou variations des prix qui faussent temporairement la mesure de l'inflation.

Cette question entre évidemment en ligne de compte lorsqu'on cherche à définir l'amplitude de la fourchette cible.

Dans la mesure où l'on peut faire abstraction, *ex ante* ou *ex post*, de ces facteurs de distorsion de la mesure de l'inflation, la fourchette cible tend à être un peu plus « spacieuse » qu'elle ne le serait autrement. La question se pose toutefois de savoir si, ce faisant, nous ne risquons pas surtout de nous leurrer nous-mêmes. Autrement dit, si nous faisons abstraction de ces types de distorsions ou de chocs « ponctuels » subis par l'inflation fondamentale, il nous sera peut-être plus facile d'atteindre nos cibles, mais ce pourra être au risque de saper la confiance des marchés et du grand public dans la volonté ou la capacité de la banque centrale de lutter contre l'inflation.

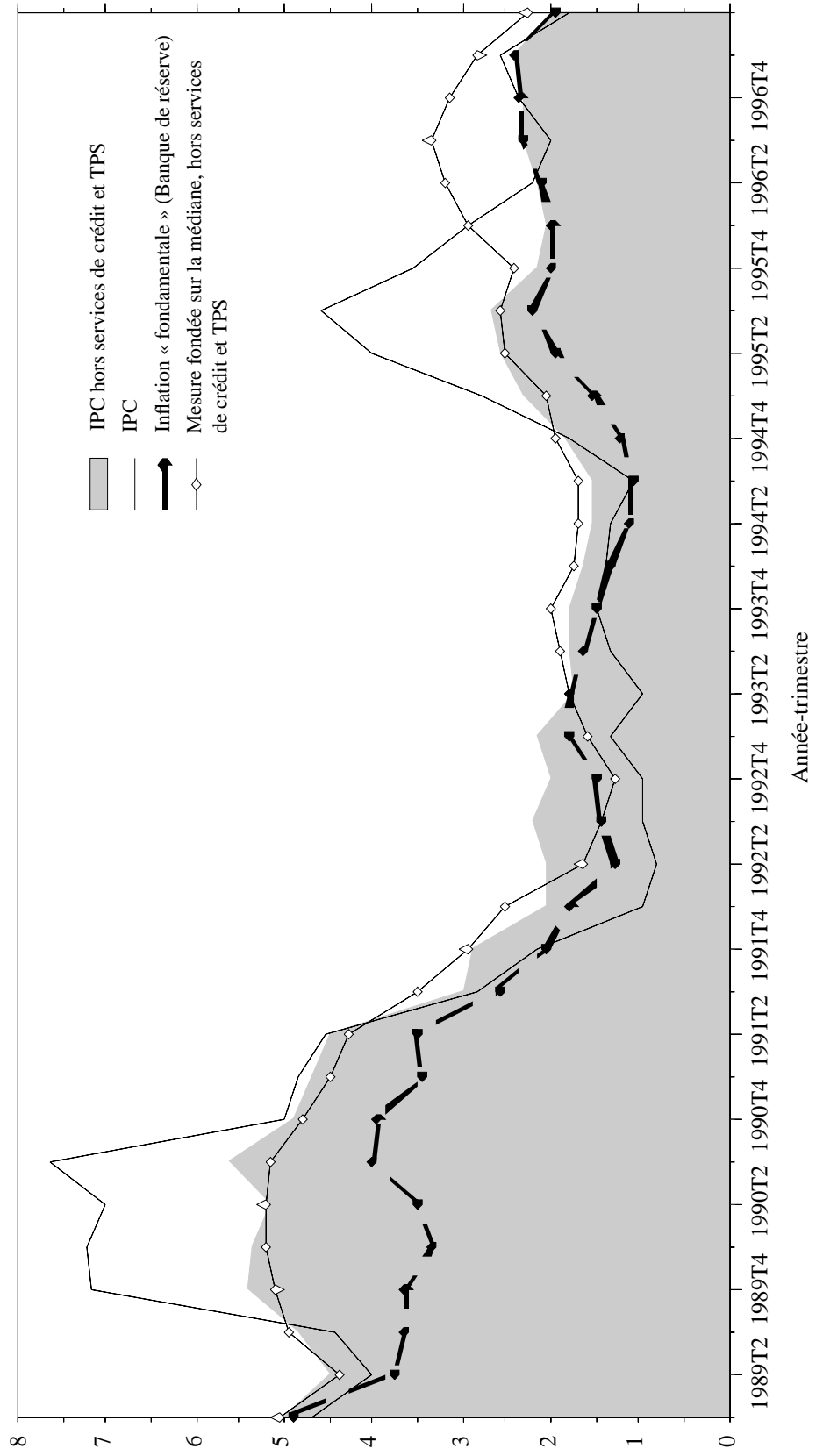
Les indications recueillies à ce sujet en Nouvelle-Zélande ne sont pas définitives, mais elles sont favorables. L'information relative au comportement des salaires, à la tenue des prix et aux anticipations d'inflation porte à croire que les agents ont effectivement tendance à faire abstraction des types de facteurs que nous omettons dans notre mesure de l'inflation fondamentale. En ce sens, la notion d'inflation fondamentale a suffisamment de crédibilité auprès du public et des marchés pour être applicable¹.

Bien entendu, la mesure de l'inflation fondamentale n'est pas chose facile. Chaque pays peut s'y prendre à sa manière, et cela, à bien des égards, est parfaitement justifié. Nous calculons tous l'IPC de façon légèrement différente. De plus, le niveau des prix dans nos pays respectifs est exposé dans une mesure variable à des chocs d'offre différents. En Nouvelle-Zélande, nous avons eu affaire, au cours des dix dernières années, à un nombre exceptionnel de chocs de prix liés à la réforme des institutions publiques, à l'assainissement des finances de l'État et, de façon plus générale, aux réformes structurelles. L'influence de certains de ces facteurs apparaît à la Figure 3, qui illustre l'évolution assez fortement divergente des diverses mesures de l'inflation que nous employons en Nouvelle-Zélande.

Il se pourrait que ce genre de question prenne davantage de place dans les analyses de la Banque du Canada dans un avenir rapproché, à mesure que le Canada s'engagera plus avant dans la voie d'importants changements budgétaires et structurels.

1. Cela n'empêche pas que, comme nous l'avons indiqué précédemment, les importants ajustements de prix induits par la politique publique ont rendu l'atténuation des anticipations d'inflation plus difficile qu'elle ne l'aurait peut-être été autrement.

Figure 3
Diverses mesures de l'inflation annuelle



6 Les perspectives d'avenir

Maintenant que nous avons derrière nous sept années d'application de ce régime de politique monétaire, quelles sont les principales questions auxquelles nous devons faire face en Nouvelle-Zélande?

La question essentielle, à mon avis, reste celle que nous avons dû nous poser dès le premier jour : comment faire en sorte que la structure en place actuellement puisse être maintenue à long terme? Le but initial du changement de régime effectué en Nouvelle-Zélande était d'institutionnaliser l'objectif de stabilité des prix — de veiller à ce que les biais inflationnistes auxquels peut donner lieu le processus politique soient contrebalancés par des structures institutionnelles soumises à l'impératif de lutte contre l'inflation. Si nous voulons que les structures institutionnelles dont nous disposons maintenant soient durables, il faut qu'elles recueillent un large appui dans le pays. Le programme de communications publiques considérablement renforcé que nous avons mis en œuvre ces dernières années en Nouvelle-Zélande paraît avoir contribué dans une mesure appréciable à rallier l'opinion publique à l'objectif de stabilité des prix, mais nous ne pouvons tenir cet appui pour acquis. Dans cet ordre d'idées, nous devons nous rappeler que, ces dernières années, nous avons eu la chance de bénéficier d'un climat politique favorable et d'une conjoncture économique internationale relativement paisible. Ces deux facteurs ont facilité la mise en place et le fonctionnement de notre structure actuelle. On ne peut présumer que ces facteurs seront toujours présents.

Il est clair que notre structure repose pour une large part sur notre capacité de prévision de l'inflation. Nous avons certes commis quelques erreurs de prévision, ce qui est inévitable, mais aucune n'a vraiment entamé notre crédibilité jusqu'ici. Donc, tout semble bien aller jusqu'à maintenant. Mais dans quelle mesure cela est-il dû à la chance plutôt qu'à une bonne gestion? Nous ne devons pas céder à la tentation de croire que, parce que nos prévisions ont semblé justes dans l'ensemble depuis quelques années, la tâche que nous avons entreprise n'est pas si difficile que cela. Nous risquons de toute évidence de perdre notre crédibilité si nous ne parvenons pas à déchiffrer correctement les perspectives d'évolution de l'inflation. Aussi devons-nous continuer à investir massivement dans l'amélioration de nos capacités et de nos techniques de prévision. Ce faisant, toutefois, nous devons à tout prix éviter de donner au public, à la classe politique ou aux marchés financiers l'impression que notre capacité de prévision est supérieure à celle que l'on peut raisonnablement attendre de nous.

La formulation de notre cible en matière d'inflation continue de faire problème à certains égards. Par exemple, notre mesure de l'« inflation fondamentale » permet de faire abstraction des effets directs de chocs de

prix « importants » émanant de diverses sources. Les petits chocs de prix que subissent les postes « excluables » sont directement pris en compte dans notre mesure de l'inflation fondamentale, tandis que les chocs plus importants peuvent être écartés. La détermination de l'« importance » des chocs de prix est manifestement arbitraire, mais les dispositions strictes qui s'appliquent en matière de responsabilité nous incitent à porter une très grande attention à la mesure précise de l'inflation fondamentale — car après tout, le maintien en poste du gouverneur peut en dépendre. Le défi consiste ici, comme on peut facilement le voir, à trouver le moyen d'établir et de maintenir une solide structure de responsabilité — et, ainsi, une crédibilité maximale — sans être pour autant obnubilé par des valeurs limites précises qui n'ont aucune signification intrinsèque.

À cette question se rattache celle du fonctionnement du mécanisme de responsabilisation et de crédibilité. Chez nous, un conseil sans pouvoir d'exécution est chargé de surveiller la mesure dans laquelle le gouverneur parvient à atteindre les résultats prévus dans l'accord fixant les cibles en matière d'inflation. Il est heureux que ce conseil et les ministres des Finances qui se sont succédé aient pris cette responsabilité au sérieux. Mais il pourrait évidemment arriver que ni le conseil, ni le ministre des Finances ne tiennent vraiment à conclure que le gouverneur n'a pas obtenu les résultats prévus, même quand la cible a été manquée. L'impératif de transparence, en ce qui concerne à la fois la communication de la cible visée et la publication des évaluations que le conseil fait des résultats obtenus par le gouverneur, constitue un important garde-fou pour éviter tout dérapage dans ce domaine crucial sur le plan de la responsabilité. Il est évident également que le taux d'inflation pourrait sortir de la fourchette cible en raison d'un concours de circonstances malgré tous les efforts et la compétence du gouverneur; nous aimerions dans ce cas que le conseil puisse porter un jugement éclairé. La manière dont le conseil doit s'acquitter de son rôle de surveillance pose des questions difficiles qui, à mon sens, n'ont pas encore été entièrement ni définitivement résolues en Nouvelle-Zélande.

Bibliographie

- Akerlof, G. A., W. T. Dickens et G. L. Perry (1996). « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-76.
- Fortin, P. (1996). « The Great Canadian Slump », *Revue canadienne d'Économie*, vol. 29, novembre, p. 761-787.
- Krugman, P. (1996). « Stable Prices and Fast Growth: Just Say No », *The Economist*, août-septembre, p. 19-22.