

Commentaires

Graydon Paulin

Dans son étude, David Johnson se penche sur une question essentielle aux yeux de tous ceux qui s'intéressent à la politique monétaire, celle de savoir si les banques centrales ont réussi à rendre crédibles leurs objectifs en matière d'inflation. La méthode retenue par l'auteur est à la fois simple et élégante. Dans le cas des pays ayant adopté des cibles explicites à l'égard de l'inflation, il essaie de voir si les anticipations relatives à celle-ci sont conformes aux cibles. Étant donné que les banques centrales n'ont pas toutes défini des cibles explicites, l'auteur tente également d'établir si l'inflation a été facile à prévoir, la prévisibilité de l'inflation étant considérée comme un indicateur de l'efficacité de la politique monétaire. Bien qu'ils ne soient pas vraiment concluants, les résultats obtenus ne sont pas très favorables aux pays qui ont adopté des cibles explicites à l'égard de l'inflation. La plupart de ceux qui ont essayé d'établir des cibles « crédibles » n'y sont pas parvenus pendant la période étudiée, et l'inflation n'a généralement pas été plus facile à prévoir dans ces pays que dans les autres.

L'inflation et les cibles en matière d'inflation

Il convient de replacer l'étude dans le contexte de l'évolution remarquable qu'a connue l'inflation pendant la période considérée : l'inflation, qui s'était intensifiée un peu partout dans le monde pendant la deuxième moitié des années 80, est depuis tombée à son plus bas niveau en plusieurs décennies. La Figure 1 illustre le taux d'inflation moyen dans

20 pays industrialisés (les 18 pays étudiés par l'auteur, plus l'Espagne et le Portugal)¹. Elle se termine en février 1997 mais, d'après les données mensuelles les plus récentes, ce taux serait maintenant tombé à 1,6 % seulement. La dispersion des taux d'inflation selon les pays a également beaucoup diminué.

Examinons d'abord les pays dont les banques centrales ont adopté des cibles explicites en matière d'inflation (les six pays définis par l'auteur, plus l'Espagne). La Figure 2, qui part de l'année 1988, montre bien que ces pays avaient en moyenne un taux d'inflation beaucoup plus élevé que les 13 autres. Cependant, la décélération de l'inflation a été beaucoup plus marquée dans ces sept pays au début des années 90, au point où ceux-ci ont alors enregistré une inflation moyenne plus faible qu'ailleurs. Les pays s'étant fixé des cibles à l'égard de l'inflation ont certes été en grande partie à l'origine de l'accélération de l'inflation observée en 1995, mais ils se sont rachetés depuis grâce à un taux d'inflation moyen qui est de nouveau passé sous les 2 %.

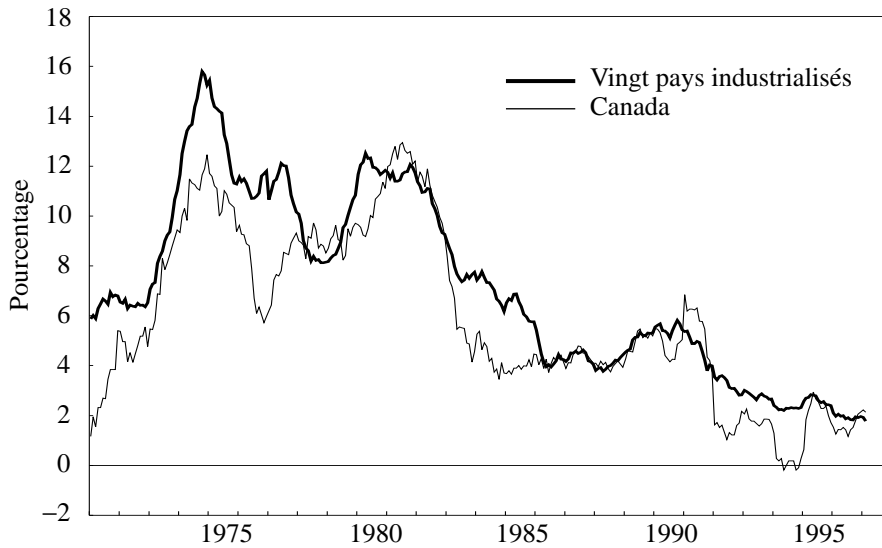
De toute évidence, les pays ayant adopté des cibles explicites en matière d'inflation ont bel et bien réussi à ralentir la hausse des prix. Dans quelle mesure cette réduction a-t-elle été facilitée par l'influence que les cibles ont exercée sur les anticipations relatives à l'inflation? La conclusion générale de l'auteur est que cette influence a probablement été limitée. Bien que, personnellement, j'interprète les résultats de façon un peu plus favorable au Canada, l'absence d'une influence nettement perceptible des cibles fixées est compréhensible. Si l'on considère les piètres résultats obtenus dans le passé par ces pays au chapitre de l'inflation, même les dirigeants de banques centrales qui étaient optimistes ne croyaient sans doute pas que, à elles seules, les cibles définies entraîneraient une modification importante et immédiate des anticipations. Ils estimaient probablement qu'il faudrait attendre un certain temps pour voir ces cibles commencer à jouer un rôle vraiment appréciable, quand les autorités monétaires auraient fait la preuve de leur volonté de réduire l'inflation et de la maintenir à un bas niveau.

N'oublions pas non plus que les cibles ont été instaurées dans la plupart des cas *après* que l'inflation fut déjà tombée à des niveaux correspondant à peu près aux nouvelles cibles adoptées. Ce n'est qu'au Canada et en Nouvelle-Zélande que les cibles sont entrées en vigueur alors que l'inflation était encore « élevée » (voir Debelle, 1997). Les cibles fixées

1. Tous les pays étant considérés comme des exemples équivalents du processus d'inflation, ils se voient attribuer la même pondération. Les données proviennent de la base de données de l'OCDE sur les principaux indicateurs économiques ou émanent des pays eux-mêmes.

Figure 1

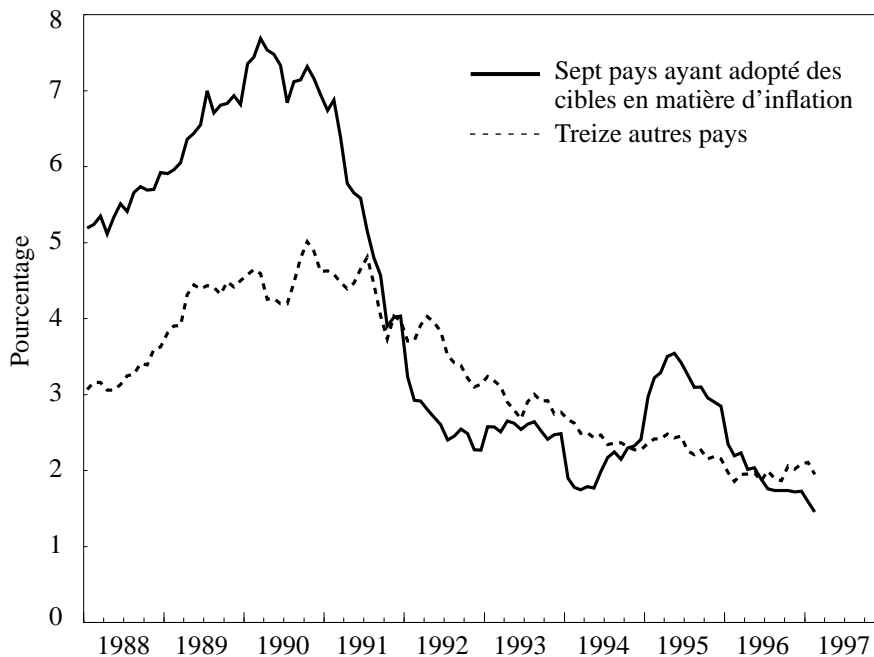
Évolution des prix à la consommation de 1971 à février 1997, taux de variation sur douze mois



Source : Les données proviennent de la base de données de l'OCDE sur les principaux indicateurs économiques.

Figure 2

Évolution des prix à la consommation de 1988 à février 1997, taux de variation sur douze mois



Source : Les données proviennent de la base de données de l'OCDE sur les principaux indicateurs économiques.

à l'égard de l'inflation ont donc eu pour rôle premier de convaincre les agents économiques que les autorités ne laisseraient pas l'inflation remonter aux taux observés antérieurement. La nécessité d'assurer la crédibilité des cibles n'en demeure pas moins importante. L'analyse est toutefois compliquée par une difficulté : avec la baisse généralisée de l'inflation dans le monde, les pays ayant adopté des cibles sont desservis par le fait que, même s'ils ont obtenu de bons résultats, on peut en dire autant de tous les autres.

Les données

Le point fort de l'étude tient au fait que les données que l'auteur utilise pour étudier les anticipations d'inflation au cours de la période 1984-1995 proviennent d'une seule source. Ce point fort s'accompagne toutefois de certaines contraintes. Par exemple, les données comprennent des prévisions de l'inflation pour l'année en cours et l'année suivante, exprimées en taux de variation annuels. D'un certain point de vue, il s'agit d'un horizon bien court. On reconnaît généralement que les autorités monétaires ne peuvent pas toujours atteindre une cible ponctuelle en matière d'inflation. Cela est dû aux chocs d'origine non monétaire, aux délais de transmission des mesures de politique monétaire et aux erreurs inévitables de prévision des banques centrales.

Quand l'inflation semble susceptible de s'écarter de la cible (définie par l'auteur comme le point médian de la fourchette visée), on se trouve en fait à évaluer la probabilité, aux yeux des prévisionnistes, que la banque centrale ramène l'inflation au niveau cible dans les limites de l'horizon de prévision. Rappelons-nous que les prévisions sont généralement établies vers le milieu de la première année et que les hausses du niveau des prix, lorsqu'elles sont exprimées en taux annuels, ont beaucoup plus d'importance en début d'année qu'en fin d'année. En réalité, les autorités monétaires ne disposent pas de beaucoup de temps pour ramener l'inflation au niveau cible². Après tout, les prévisionnistes pourraient estimer que l'inflation sera ramenée au taux cible mais dans un délai un peu plus long — ce dont l'étude ne tient pas compte.

Dans le cas du Canada (ainsi que des États-Unis et de la Suisse), les prévisions d'inflation sont formulées par rapport à l'indice implicite des prix du produit intérieur brut (PIB). Cela pose un problème dans la mesure où il ne s'agit pas de la variable prise pour cible par la Banque du Canada. Les

2. Même si elles avaient la possibilité de le faire, elles ne choisiraient pas nécessairement de ramener l'inflation au taux cible dans les limites de l'horizon choisi ici, en raison de l'ampleur des modifications qui en résulteraient sur le plan de l'instrument d'intervention et de la production.

deux variables peuvent en fait diverger de manière appréciable. Depuis 1993, par exemple, l'inflation mesurée par l'indice implicite du PIB a toujours été inférieure, au Canada, à celle qui est mesurée selon l'indice de référence pris pour cible par la Banque du Canada aux fins de la conduite de sa politique monétaire, à savoir l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects³.

Les divergences entre les prévisions d'inflation à l'horizon d'un an et les cibles trahissent-elles un manque fondamental de crédibilité? Pas forcément. Il serait bon d'appliquer la méthode de l'auteur à des prévisions portant sur un horizon de plus de deux ans afin d'évaluer plus directement la crédibilité des cibles à plus long terme. Il serait utile aussi d'évaluer cette crédibilité à l'aide de différentes mesures de l'IPC au Canada et aux États-Unis. Aucune de ces suggestions ne peut être mise en pratique au moyen des données utilisées ici. Il existe cependant d'autres prévisions à moyen terme de l'IPC et, pour au moins une partie des pays étudiés, un autre ensemble de données pourrait être élaboré. En outre, l'analyse pourrait ainsi englober les prévisions établies après 1995, ce qui est important si l'on considère que l'adoption de cibles explicites en matière d'inflation est un phénomène récent.

Les résultats

L'analyse de l'auteur a pour prémisse l'hypothèse suivante : plus l'inflation est prévisible, plus la politique monétaire est efficace. Même s'il s'agit là d'une hypothèse plausible, un taux d'inflation dans les deux chiffres, qu'il soit prévisible ou non, ne saurait être considéré comme une réussite. Il reste que les pays ayant adopté des cibles en matière d'inflation présentaient une caractéristique commune, à savoir qu'en moyenne, sur la totalité de la période considérée, l'inflation y était relativement difficile à prévoir (si l'on se fie aux écarts-types des erreurs de prévision).

Lorsqu'on compare les prévisions d'inflation aux cibles, on conclut, à la lumière des prévisions à l'horizon d'un an, que la plupart des pays n'ont pas réussi à rendre crédible la trajectoire d'inflation (ou de désinflation) visée. Les résultats sont néanmoins relativement encourageants dans le cas du Canada et, dans une moindre mesure, dans celui de la Nouvelle-Zélande, les deux pays qui appliquent depuis le plus longtemps des cibles en matière d'inflation. Les propriétés des erreurs de prévision se sont-elles améliorées au cours de la période d'application des cibles par rapport à la période qui a précédé? Malheureusement, les résultats de l'étude n'appuient pas vraiment

3. Dans plusieurs autres pays, la variable faisant l'objet de la prévision est l'indice implicite des dépenses de consommation, qui peut lui aussi diverger nettement de l'IPC.

cette conclusion. Il se peut toutefois que, si les résultats ne sont pas plus favorables, cela tienne à la période précise qui a été retenue.

Un résultat intéressant se dégage lorsqu'on compare les résultats obtenus pour la période 1992-1995 dans le cas des pays s'étant fixé des cibles en matière d'inflation et ceux obtenus pour la véritable période d'application des cibles. Dans le cas du Canada et de la Nouvelle-Zélande, les résultats présentés pour les prévisions à l'horizon d'un an sont nettement plus favorables lorsqu'on adopte la plus courte de ces deux périodes (voir le Tableau 1). L'erreur moyenne de prévision (E^c) ne change pas — et même, elle se détériore un peu —, mais la prévisibilité de l'inflation exprimée par les variances, $\text{Var}(u)$ et $\text{Var}(e)$, s'améliore de façon spectaculaire dans les deux pays, tout particulièrement au Canada. Peut-être cette amélioration s'explique-t-elle uniquement par la réduction rapide que l'inflation a enregistrée très tôt dans les deux pays, mais il est également possible que les cibles adoptées, peu crédibles au départ, le soient devenues au fil du temps. Les résultats assez différents que l'on obtient en changeant de période donnent à penser que d'autres tests, portant sur des périodes découpées différemment, seraient utiles.

Un aspect de l'analyse qui est particulièrement intéressant et qui mériterait un plus ample examen est la comparaison des prévisions dans tous les pays composant l'échantillon. On s'attendrait, dans l'idéal, à ce que l'évolution de l'inflation soit davantage prévisible dans les pays ayant adopté des cibles à l'égard de l'inflation que dans les autres. Or ce n'est pas ce qui ressort des résultats. Les erreurs moyennes de prévision dans les pays ayant établi des cibles sont restées importantes par rapport aux autres pays au cours de la période 1992-1995.

Si la prévisibilité de l'inflation, mesurée par les variances indiquées, s'est nettement améliorée dans les pays ayant adopté des cibles en matière d'inflation, il en a été de même dans la plupart des 18 pays visés par l'étude. Cette amélioration générale n'a rien pour nous surprendre. Étant donné la baisse de l'inflation pendant les années 90, la volatilité de l'inflation (mesurée par l'écart-type de cette dernière durant les deux périodes) a également diminué. Si nous comparons le classement des pays ayant établi des cibles à l'égard de l'inflation au cours de la première période puis de la seconde, nous constatons que leur rang n'a pas réellement changé⁴. Le seul changement notable a été un recul de l'Italie dans le classement, probablement à cause de sa sortie du Mécanisme de change européen en 1992. Dans le cas du Canada, même s'il a plus ou moins maintenu son rang, les erreurs de prévision et les variances ont été relativement voisines des

4. Les pays ont été classés en fonction de la somme des variances déclarées pour chacune des deux périodes.

Tableau 1
Propriétés des prévisions à l'horizon d'un an

	Canada		Nouvelle-Zélande	
	1992-1995	1991-1995	1992-1995	1990-1995
E^c	0,72 (3,94)	0,93 (3,44)	- 0,89 (1,80)	- 0,02 (0,37)
$Var(u)$	0,18 (0,16)	1,33 (0,23)	0,87 (0,70)	2,13 (1,31)
$Var(e)$	0,27 (0,08)	0,26 (0,07)	0,36 (0,18)	0,41 (0,66)

Nota : Les périodes considérées sont indiquées. Les chiffres entre parenthèses sont les statistiques t dans le cas de E^c et les intervalles de confiance dans le cas des variances.

Source : Les données proviennent de Johnson (1998), Tableaux 5 et 6.

chiffres obtenus dans un grand nombre de pays n'ayant pas adopté de cibles explicites en matière d'inflation au cours de la deuxième période. Toutefois, il serait également intéressant de comparer les résultats obtenus par d'autres groupes de pays, comme par exemple le groupe des pays qui adhèrent au Mécanisme de change européen et dont les taux de change se sont révélés les plus stables. Un examen rapide des résultats disponibles indique que le degré de prévisibilité de l'inflation a été élevé au sein de ce groupe de pays.

Conclusions

Pour replacer les résultats dans un contexte plus large, il serait utile de considérer la méthode utilisée par l'auteur et les résultats de son étude à la lumière de la littérature. De nombreuses études ont été consacrées par exemple à la crédibilité des zones cibles de taux de change. La crédibilité de la politique monétaire a également été abordée lors du colloque organisé en 1996 par la Banque du Canada. L'une des études présentées à ce colloque aboutissait à des résultats un peu plus favorables dans le cas du Canada, dans le cadre d'un horizon de prévision plus long (Amano et coll., 1997).

Une question intéressante est celle de l'usage qu'une banque centrale pourrait faire d'informations du genre de celles présentées dans l'étude de Johnson. On serait tenté de penser que les autorités monétaires devraient peut-être prendre pour cibles tout simplement les prévisions d'inflation faites ailleurs dans l'économie, puisqu'il paraît si important d'améliorer la prévisibilité de l'inflation. Toutefois, des considérations d'ordre théorique

aussi bien que pratique semblent s'y opposer⁵. Si, toutefois, la banque centrale vise des cibles précises en matière d'inflation, un écart persistant entre les prévisions extérieures et les cibles adoptées serait un motif de préoccupation. Dans ce contexte, la méthode appliquée ici pourrait fournir des renseignements utiles sur l'origine d'un tel écart.

Bibliographie

- Amano, R., P. Fenton, D. Tessier et S. van Norden (1997). « La crédibilité de la politique monétaire : un tour d'horizon de la littérature, avec quelques applications simples au Canada ». In : *Les taux de change et la politique monétaire*, Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en octobre 1996, Ottawa, Banque du Canada, p. 1-72.
- Bernanke, B. S. et M. Woodford (1996). « Inflation Forecasts and Monetary Policy », inédit, octobre.
- Debelle, G. (1997). « Inflation Targeting in Practice », document de travail n° WP/97/35, Fonds monétaire international, Washington (D. C.).

5. Bernanke et Woodford (1996) font valoir par exemple que, si une banque centrale devait prendre pour cibles les prévisions d'inflation faites à l'extérieur, il en résulterait un problème de circularité qui finirait par ôter tout caractère informatif aux prévisions. En outre, dans la pratique, ce n'est pas uniquement la prévisibilité de l'inflation, mais aussi son niveau, qui importe.