
Décembre 2002

No. 353

**L'indépendance contractuelle
de la banque centrale:
évaluation du cas néo-zélandais**

Pietro Nosetti

Chaire d'Histoire et de
Politique économiques
Université de Fribourg,
Suisse

*Je tiens à remercier le Professeur J.-J. Friboulet pour son appui et ses conseils,
ainsi que ma collègue Sophia Dini pour les corrections du français.*

Table des matières

INTRODUCTION	3
<u>1. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE NÉO-ZÉLANDAIS AU MILIEU DES ANNÉES 80</u>	4
1.1. LA DÉGRADATION MONÉTAIRE	4
1.2. LES RÉFORMES ÉCONOMIQUES DEPUIS 1984	6
1.2.1. LES RAISONS DE LA DÉGRADATION MONÉTAIRE	6
1.2.2. LES RÉFORMES ÉCONOMIQUES INITIÉES EN 1984	6
<u>2. L'INDÉPENDANCE DE LA RESERVE BANK OF NEW ZEALAND</u>	8
2.1. LES ÉLÉMENTS PRINCIPAUX DU RBNZ ACT DE 1989	8
2.1.1. L'OBJECTIF MONÉTAIRE	8
2.1.2. LE POLICY TARGET AGREEMENT (PTA)	9
2.1.3. LA RESPONSABILITÉ PERSONNELLE ET L'INDÉPENDANCE INSTRUMENTALE	9
2.1.4. LA POLITIQUE DU TAUX DE CHANGE	10
2.1.5. LE FINANCEMENT PUBLIC ET LA RÉPARTITION DU RÉSULTAT	10
2.1.6. L'ORGANISATION ET LA PROCÉDURE DE NOMINATION ET DE DESTITUTION	10
2.2. L'INTERPRÉTATION CONTRACTUELLE DE L'INDÉPENDANCE DE LA RBNZ	11
<u>3. L'ÉVALUATION DE L'INDÉPENDANCE DE LA RBNZ</u>	13
3.1. L'ÉVALUATION EN TERMES D'EFFICACITÉ	13
3.1.1. L'ÉVOLUTION MONÉTAIRE	13
3.1.2. LES ANTICIPATIONS INFLATIONNISTES	14
3.1.3. LA POLITIQUE MONÉTAIRE	16
3.1.4. CONSIDÉRATIONS FINALES	17
3.2. L'ÉVALUATION EN TERMES D'EFFICIENCE	18
3.2.1. LE RAPPORT AVEC LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	18
3.2.2. L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE: CROISSANCE, EMPLOI ET SOLDE EXTÉRIEUR	19
3.2.3. CONSIDÉRATIONS FINALES	23
CONCLUSION	25
REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES	26
SOURCES STATISTIQUES	28
LISTE DES GRAPHIQUES ET DES TABLEAUX	29

Introduction

Pendant les années 90, on a assisté au développement de banques centrales indépendantes, dans l'ensemble du monde. La théorie de la crédibilité ou du biais inflationniste¹ a été à la base de cette évolution. Cette théorie énonce que l'indépendance permet de résoudre le biais inflationniste qui résulte de l'incohérence temporelle propre à une politique monétaire discrétionnaire gérée par le gouvernement. Autrement dit, le gouvernement est tenté, pour des raisons électorales ou idéologiques, d'exploiter le *trade-off* entre inflation et chômage décrit par la courbe de Phillips. Le gouvernement annonce au temps t_0 le désir d'atteindre la stabilité des prix, mais au temps t_1 , il renie cet engagement en créant de l'inflation de façon à réduire le chômage en dessous du taux naturel. Cependant, d'après l'hypothèse des anticipations rationnelles, les individus anticipent la hausse des prix, ce qui annule l'effet positif sur le chômage². Il en résulte un équilibre avec un taux d'inflation élevé (biais inflationniste) conjugué à un taux de chômage égal au taux naturel.

Par contre, une banque centrale indépendante du gouvernement, dont l'objectif est la stabilité des prix, n'est pas soumise à la tentation du biais inflationniste. Les individus n'anticipent plus le reniement de l'objectif de la stabilité des prix, de telle sorte que l'équilibre conjugue un taux d'inflation faible voire nul à un taux de chômage égal au taux naturel.

Par l'indépendance, on résout donc un déséquilibre économique sans inconvénient majeur. Conformément à cette idée, plusieurs études empiriques ont confirmé l'existence d'une relation négative entre le taux d'inflation et l'indépendance de la banque centrale³.

Le cas de l'indépendance de la *Reserve Bank of New Zealand* (RBNZ) est particulièrement intéressant pour plusieurs raisons. Premièrement, la particularité de l'approche contractuelle qui prévoit la signature d'un contrat entre le ministre des finances et le gouverneur de la RBNZ. Cette caractéristique distingue fortement le cas néo-zélandais du cas européen. Deuxièmement, l'indépendance de la RBNZ a été réalisée à l'intérieur d'un pays et d'un cadre institutionnel donné, ce qui permet d'évaluer plus facilement l'indépendance et elle seule. Au contraire, l'évaluation de la *Banque Centrale Européenne* (BCE) intègre non seulement la question de l'indépendance, mais aussi celle de l'unification monétaire et celle du cadre institutionnel européen, incomplet et encore en évolution. Troisièmement, l'indépendance de la RBNZ a été adoptée en 1990, ce qui permet de prendre en compte une période de temps suffisamment longue pour l'évaluation des résultats.

Le but de cet article est d'évaluer l'expérience néo-zélandaise dans la perspective de la théorie du biais inflationniste. La première partie traite la dégradation monétaire qui a conduit aux réformes économiques commencées en 1984. Dans le contexte des réformes, se place l'introduction de l'indépendance de la RBNZ, dont les éléments principaux sont discutés dans la deuxième partie. Enfin, dans la troisième partie, on effectue une évaluation en termes d'efficacité et d'efficacités de l'indépendance néo-zélandaise. En conclusion, on pourra alors comprendre les apports et les limites de la théorie courante.

¹ Les auteurs principaux sont Kydland & Prescott (1977), Barro & Gordon (1983), Rogoff (1985), Persson & Tabellini (1993), Walsh (1995a). Pour une présentation de la littérature voir Cukierman (1992), Schaling (1995), Eijffinger & de Haan (1996) et Berger & autres (2001).

² Conformément à la formule de Lucas qui prévoit que le taux de chômage effectif est égal au taux naturel de chômage et à l'écart entre le taux d'inflation effectif et le taux d'inflation anticipé.

³ En particulier: Grilli & Masciandaro & Tabellini (1991), Cukierman & Webb & Neyapti (1992), Alesina & Summers (1993) et Schaling (1995).

1. Le contexte économique néo-zélandais au milieu des années 80

Pendant les années 50 et 60, l'économie de la Nouvelle-Zélande était marquée par une forte orientation vers le secteur primaire. L'appartenance au Commonwealth facilitait les exportations de ses produits vers le Royaume-Uni. Le commerce avec l'extérieur était marqué par la caractéristique d'être pratiquement mono – produit (biens agricoles) et mono – destination (Royaume-Uni)⁴. Vers la fin des années 60 et le début des années 70, deux événements importants mettent en difficulté l'économie néo-zélandaise.

Premièrement, la baisse entre 1966 et 1967 du prix mondial de la laine et la hausse du prix du pétrole en 1973 et en 1979 contribuent à une forte dégradation des termes de l'échange néo-zélandais. Il faut rappeler que la laine représente, à cette époque, environ un tiers des exportations néo-zélandaises et que la Nouvelle-Zélande est particulièrement dépendante de l'extérieur au niveau énergétique.

Deuxièmement, l'entrée du Royaume-Uni dans la Communauté Européenne, en 1973, réduit la relation préférentielle avec le commerce néo-zélandais qui a pu être difficilement compensée par le développement de débouchés alternatifs en raison de la persistance du protectionnisme agricole au niveau international.

En réponse à ces difficultés, le gouvernement néo-zélandais adopte une politique expansive et très interventionniste. L'inefficacité de cette politique a conduit à une dégradation monétaire assez importante.

1.1. *La dégradation monétaire*

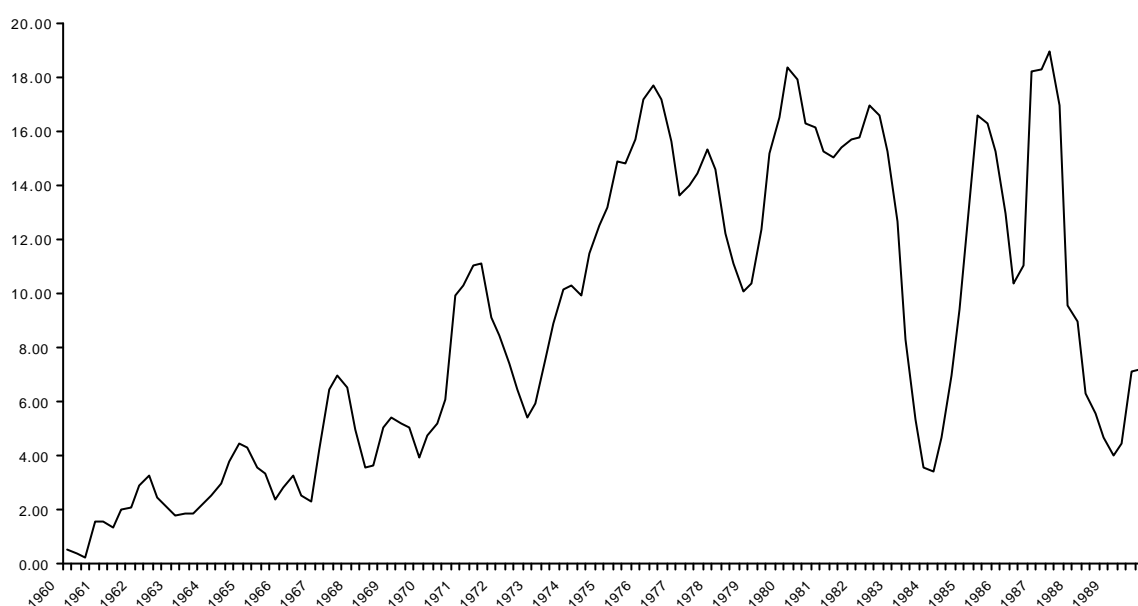
Dans les années 70, la situation monétaire de la Nouvelle-Zélande se dégrade fortement: l'inflation s'oriente constamment à la hausse et, pour la première fois depuis des années, la hausse des prix dépasse largement le taux de 10% (cf. Graphique 1.1). La dégradation se confirme par rapport aux autres pays de l'OCDE: si sur la période 1960-73, l'inflation moyenne en Nouvelle-Zélande atteint 4,8% (contre 4,1% dans les pays de l'OCDE), sur la période 1973-1979, l'inflation néo-zélandaise atteint en moyenne 13,8% (contre 10,8% dans ces mêmes pays)⁵. L'instabilité monétaire interne engendre une instabilité externe du taux de change: le dollar néo-zélandais (NZD), soumis au régime de changes fixes, subit une série de dévaluations: 6% en 1974, 15% en 1975, 3% en 1976, 5% en 1979 et 6% en 1983, seulement en partie compensées par des appréciations (10% en 1973, consécutive à la dépréciation du dollar américain, et 2% en 1976).

Face à cette situation critique, le gouvernement décide, en juin 1982, le gel des salaires et des prix (taux d'intérêt et taux de change inclus). Malheureusement, cette mesure ne fait que réduire la hausse des prix sans pour autant contribuer à résoudre l'ensemble du déséquilibre interne.

La dégradation monétaire a été accompagnée d'une dégradation économique (cf. Tableau 1.1). La croissance du PIB par tête, à l'exception de la période 1981-84, est constamment inférieure à la moyenne des pays de l'OCDE. Le taux de chômage, historiquement très faible et presque nul, s'oriente désormais à la hausse. Les finances publiques et le commerce extérieur connaissent une dégradation assez importante.

⁴ cf. Conway & Orr, 2000.

⁵ OCDE, Statistiques Rétrospectives 1960-1994, 1996.

Graphique 1.1 Prix à la consommation, 1960-89variation annuelle du *Consumer Price Index* (CPI) en %, données trimestrielles

Source: RBNZ

Tableau 1.1 Evolution économique en Nouvelle-Zélande, 1960-1984

Croissance économique	1961-70	1971-80	1981-84
taux de croissance moyen en % sur la période			
<i>PIB réel par tête en Nouvelle-Zélande</i>	1.55	0.49	2.91
<i>PIB réel par tête dans les pays de l'OCDE</i>	3.89	2.40	1.64

Sources: élaboration d'après OCDE, *Comptes nationaux des pays de l'OCDE, volume 1, différents numéros*

Taux de chômage	1963-73	1973-83	1984
moyenne sur la période			
	0.2	1.8	5.7

Sources:

OCDE, *Études économiques de l'OCDE, Nouvelle-Zélande, 1999*OCDE, *Statistiques de la population active, 2001*

Déficit et dette publique	1960-72	1973-83	1984
moyenne sur la période			
<i>Déficit public en % du PIB</i>	n. a.	-1.5	-6.5
<i>Dette publique nette en % du PIB</i>	n. a.	12.3	31.6
<i>Dette publique brute en devises, en % de la dette totale</i>	15.4	28.6	37.6

Sources: élaboration d'après Dalziel & Lattimore (1996) et NZ Treasury

Balance des opérations courantes	1963-73	1973-83	1984
moyenne sur la période, en % du PIB			
	-1.0	-5.5	-8.4

Sources:

OCDE, *Études économiques de l'OCDE, Nouvelle-Zélande, 1999*OCDE, *Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2002*

1.2. Les réformes économiques depuis 1984

En juillet 1984, la crise du dollar néo-zélandais (NZD) éclate: la parité fixe est mise sous pression par une fuite de capitaux qui anticipent une dévaluation du NZD après les élections qui ont lieu au cours du mois. Cela conduit à une forte contraction des réserves de la banque centrale, celle-ci s'étant engagée à sauvegarder la parité fixe.

Cette crise est l'indice d'une situation économique insoutenable en raison de la dégradation constatée. Quelles sont les raisons de cette dégradation et quelles ont été les mesures entreprises?

1.2.1. Les raisons de la dégradation monétaire

La dégradation a pour origine principale la politique économique qui a été suivie pour relancer l'économie néo-zélandaise après les événements importants des années 60 et 70. Cette politique était caractérisée par un interventionnisme croissant et la mise en place d'un système d'économie encadrée. Cela a eu des conséquences sur l'efficacité de la politique monétaire.⁶

Tout d'abord, la volonté de financer facilement les déficits publics croissants a conduit, d'une part à garder des taux d'intérêts à bas niveaux et, d'autre part, à imposer un certain volume de titres publics aux différents instituts financiers. La RBNZ accorde de son côté des facilités à l'escompte des titres publics. Cette situation, conjuguée à une perte d'efficacité de l'encadrement du crédit, réduit fortement la marge de manœuvre de la RBNZ dans la gestion de la politique monétaire.

Ensuite, le régime des taux de change fixes réduit l'efficacité de la RBNZ en empêchant une action par le taux de change. Les fréquentes dévaluations sont le résultat de l'écart croissant entre le taux d'inflation interne et le taux d'inflation des autres pays. À son tour, les dévaluations augmentent les prix des biens importés contribuant à relancer l'inflation interne.

Enfin, les mesures prises ne visent qu'à résoudre un problème à la fois contribuant par ailleurs à aggraver les autres. Ainsi, les grands projets (*Think Big*), dont l'objectif est de réduire la dépendance énergétique face à l'extérieur, exigent d'importantes ressources publiques et le recours aux importations de biens d'équipements que l'économie néo-zélandaise n'arrive pas à produire. Cela ne contribue pas au redressement ni des finances publiques, ni du déficit commercial. De même, le gel des prix et des salaires en 1982/83, qui n'est pas accompagné d'une politique monétaire restrictive et d'un redressement budgétaire, réduit la hausse des prix, mais n'affecte pas les pressions du côté de la demande globale. Cela favorise la crise de confiance dans le dollar néo-zélandais en 1984.

La politique économique dans son ensemble est ainsi incapable de résorber les déséquilibres, dont un élément est la dégradation monétaire, dans lesquels l'économie néo-zélandaise se trouve.

1.2.2. Les réformes économiques initiées en 1984

Les élections politiques de juillet 1984 signent le passage des pouvoirs au parti travailliste et, surtout, un changement important dans la politique économique. Le changement rapide et profond peut être réalisé grâce au système politique néo-zélandais très centralisé et, à l'époque, fondé sur le principe majoritaire⁷.

Le nouveau gouvernement dévalue le dollar néo-zélandais de 20% (juillet 1984) et il abandonne le régime des taux de change fixes (mars 1985), ce qui explique – avec l'abandon du gel des prix et des salaires – le retour à un taux d'inflation élevé. À côté de ces premières mesures, le nouveau gouvernement entreprend une série de réformes économiques qui remodelent l'intervention de l'État et réorganisent l'économie néo-zélandaise⁸.

⁶ cf. Quigley (1992) et Grimes (1996).

⁷ En 1996, la Nouvelle-Zélande adopte le système proportionnel. Ce changement a été parfois interprété comme une réaction à la vitesse et aux effets négatifs des réformes économiques.

⁸ cf. Easton (1994) et Evans & autres (1996).

Au niveau microéconomique, les principes de l'économie encadrée sont abandonnés. Le gouvernement libéralise les secteurs internes (suppression du gel des prix et des salaires, élimination des prix minimaux pour les produits agricoles, suppression des restrictions quantitatives sur presque toutes les branches d'activité). Le secteur financier est à son tour libéralisé, dans le but aussi d'améliorer l'efficacité des instruments de la banque centrale (suppression du contrôle des mouvements de capitaux et du contrôle sur les changes, suppression de l'encadrement du crédit et du contrôle des taux d'intérêts). Le gouvernement libéralise le commerce externe (suppression des incitations à l'exportation, des licences et des droits à l'importation, réduction des droits de douane), et il effectue une série de privatisations et de réorganisations au sein du secteur public. Enfin, avec l'*Employment Contract Act* (ECA) adopté en 1991 après le changement de majorité⁹, le marché du travail est flexibilisé.

Au niveau macroéconomique, le gouvernement commence une politique de stabilité monétaire et budgétaire. Un objectif consiste à redonner efficacité aux instruments monétaires (réduction de l'escompte des titres publics), orientant désormais la politique monétaire vers la stabilité des prix. En ce qui concerne la politique budgétaire, le gouvernement effectue une réforme fiscale (uniformisation et abaissement de l'impôt sur les sociétés et sur les personnes physiques, introduction de la *Goods and Services Tax*, taxe indirecte sur les biens et les services), et une révision des dépenses publiques. Le gouvernement adopte le principe dit de *full funding* pour le financement public. Cela comporte la renonciation à un financement inflationniste et l'acceptation des taux d'intérêts de marché. Cette politique se poursuit en 1994 avec l'adoption du *Fiscal Responsibility Act* qui définit le principe de l'équilibre comme objectif budgétaire à réaliser dans le moyen terme.

⁹ Les élections du 29 octobre 1990 sont gagnées par le National Party qui retourne ainsi au pouvoir après la défaite de 1984. Le changement de gouvernement ne s'est pas traduit par l'arrêt des réformes économiques.

2. L'indépendance de la *Reserve Bank of New Zealand*

La réforme de la *Reserve Bank of New Zealand* (RBNZ) réalisée en 1989, se place dans le contexte plus général des réformes économiques. Après avoir orienté la politique monétaire vers la stabilité des prix, le gouvernement s'est interrogé sur la façon d'assurer dans le temps cet objectif. En particulier, il faut éviter le reniement de cette politique par l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement. Comme le dit Donald T. Brash, gouverneur de la RBNZ:

"The Minister [of finance] asked the Bank to suggest ways in which it might be possible to change the legislative framework in order to prevent the cynical manipulation of monetary policy for short-term political objectives by any future government. So we set about studying the literature on central banking, and examining the relationship between governments and central banks in other part of the world."
(Brash, 1999 – p. 37)

La théorie de la crédibilité est une première base théorique de cette réforme, à laquelle il faut ajouter la théorie de l'agence (*Agency theory*) qui, avec la théorie des choix publics (*Public choice theory*), est retenue pour la réforme du secteur public en général, mais également pour la réforme de la RBNZ. D'après la théorie de l'agence, on peut en effet considérer le gouvernement comme étant le principal et la banque centrale comme étant l'agent. D'après cette relation, naît l'idée d'un contrat dans lequel le gouvernement définit les objectifs de la banque centrale.

2.1. Les éléments principaux du *RBNZ Act de 1989*

Le *Reserve Bank of New Zealand Act* (*RBNZ Act*), entré en vigueur le 1^{er} février 1990, introduit plusieurs éléments qui rendent indépendante la RBNZ, jusque là soumise aux décisions du ministre des finances.

2.1.1. L'objectif monétaire

Au lieu d'un objectif multiple¹⁰, le nouveau *RBNZ Act* adopte un seul objectif fondamental: la stabilité des prix.

"The primary function of the Bank is to formulate and implement monetary policy directed to the economic objective of achieving and maintaining stability in the general level of prices."
(*RBNZ Act*, art. 8)

L'objectif de la stabilité des prix est unique mais il n'est pas absolu. Premièrement, dans la formulation et dans la réalisation de la politique monétaire, la RBNZ doit prendre en compte l'efficacité et la stabilité du système financier (*RBNZ Act*, art. 10). Pour cette raison, la RBNZ peut intervenir en tant que prêteur en dernier ressort (*RBNZ Act*, art. 31)¹¹. Deuxièmement, le *RBNZ Act* prévoit l'*override*, c'est-à-dire la possibilité, donnée au ministre des finances, d'orienter temporairement la politique monétaire vers des objectifs autres que la stabilité des prix. Cela n'est possible que par un *Order in council* signé par le gouverneur-général¹². Cet ordre, présenté au parlement, n'est valide que pour 12 mois, bien qu'il soit renouvelable (*RBNZ Act*, art. 12). Troisièmement, tel qu'il est défini ("*stability in the general level of prices*"), l'objectif monétaire doit encore être interprété, de telle sorte à lui donner une dimension

¹⁰ Les objectifs retenus par le *RBNZ Act* de 1964 (art. 8) étaient multiples: "*maintenance and promotion of economic and social welfare in New Zealand, having regard to the desirability of promoting the highest level of production and trade and full employment, and of maintaining a stable internal price level*".

¹¹ La RBNZ est aussi responsable de la supervision prudentielle du secteur financier, activité que d'autres pays attribuent souvent à une autorité distincte de la banque centrale (c'est notamment le cas en Suisse avec la *Commission Fédérale des Banques*, ou en Angleterre avec la *Financial Services Authority*).

¹² Le gouverneur-général est le représentant de la Reine d'Angleterre en Nouvelle-Zélande. Sa fonction est plus formelle que réelle.

opérationnelle. Enfin, l'objectif monétaire n'est pas en lui-même sa propre fin: la stabilité des prix est censée contribuer à améliorer les conditions-cadres de la croissance économique.

2.1.2. *Le Policy Target Agreement (PTA)*

Le nouveau *RBNZ Act* introduit le principe de l'entente entre le ministre des finances et le gouverneur de la banque centrale, formalisée par le *Policy Target Agreement (PTA)*. Avec ce contrat, qui doit être rendu public et remis pour information au parlement, le ministre et le gouverneur s'accordent, généralement au début du mandat du gouverneur, sur une définition de la stabilité des prix (*RBNZ Act*, art. 9)¹³.

Souvent, on définit dans le PTA lui-même la possibilité de s'écarter de l'objectif fixé, notamment lors d'un choc externe important, d'une hausse de la taxe indirecte sur les biens et les services (GST) ou lors de tout autre événement particulier. Autrement dit, tout en fixant un objectif, on admet que, si la situation l'impose, on peut s'en écarter, toujours dans le but de pouvoir adapter la politique monétaire aux situations imprévues, tout en assurant dans le moyen terme la stabilité monétaire.

Le PTA peut être modifié pratiquement à tout moment si le ministre et le gouverneur, conjointement, le désirent (*RBNZ Act*, art. 9, al. 4). La facilité de modifier le PTA a été critiquée par Svensson (2001), avec l'argumentation que cela peut réduire la stabilité et la crédibilité de la politique monétaire. Sa proposition d'adopter un seul PTA au début et pour toute la durée du mandat du gouverneur n'a tout de même pas été adoptée. Comme l'a signalé Brash (2001 – p. 14), laisser la possibilité à tout nouveau gouvernement de modifier le PTA signifie garder une responsabilité de la gestion monétaire au niveau politique.

2.1.3. *La responsabilité personnelle et l'indépendance instrumentale*

Une fois le PTA signé, le gouverneur s'engage personnellement à réaliser l'objectif tel qu'il a été formulé (*RBNZ Act*, art. 11). Cela va jusqu'à mettre en jeu son poste. Le ministre des finances peut en effet limoger le gouverneur si celui-ci n'a pas respecté l'objectif défini dans le PTA. Cette procédure exige tout de même l'accord du gouverneur-général qui doit émettre un *Order in Council* et le soumettre au parlement (*RBNZ Act*, art. 49, al. 2, point d). Au sein de la RBNZ, la responsabilité de la politique monétaire revient donc entièrement au gouverneur (responsabilité personnelle)¹⁴.

Cela n'est possible que si le gouverneur peut gérer lui-même les instruments monétaires. Après l'abandon des principes monétaristes, l'instrument monétaire principal est devenu le taux d'intérêt. La RBNZ, après différentes modalités, a enfin adopté en 1999 l'*Official Cash Rate (OCR)*, taux d'intérêt de référence pour la liquidité *overnight*, qui sert désormais d'instrument pour rendre publique l'orientation de la politique monétaire. Les décisions concernant l'OCR reviennent au gouverneur (indépendance instrumentale).

Toujours sous la responsabilité du gouverneur, la RBNZ doit publier, au moins tous les 6 mois, le *Monetary Policy Statement (RBNZ Act*, art. 15). Dans ce document, la RBNZ décrit l'évolution monétaire passée, elle établit des prévisions pour le moyen - terme, et elle explique les mesures nécessaires afin d'atteindre l'objectif fixé dans le PTA. Le *Monetary Policy Statement (MPS)* est adressé au ministre des finances; il est disponible pour le parlement et ses commissions et il est rendu public.

¹³ Parfois dans le *Policy Target Agreement*, on ajoute des sous-objectifs. Tel est par exemple le cas du PTA signé en 1999 (cf. Tableau 3.1), qui prévoit que lors de la réalisation de la politique monétaire, il faut éviter toute instabilité non nécessaire du niveau de la production, du taux d'intérêt et du taux de change.

¹⁴ Dans son rapport d'évaluation de la RBNZ, Svensson (2001) propose, d'après le modèle de la *Bank of England*, d'établir un comité chargé de prendre les principales décisions concernant la politique monétaire, notamment la modification du taux d'intérêt. Si elle contribue à alimenter le débat interne, une telle mesure affecte le principe de la responsabilité individuelle du gouverneur. Pour ces raisons, la proposition de Svensson n'a pas été suivie, même si en pratique le gouverneur ne prend pas ses décisions sans une discussion interne.

2.1.4. La politique du taux de change

Le ministre des finances a le pouvoir, après accord avec le gouverneur-général, de modifier le régime de change. (*RBNZ Act*, art. 18). Le ministre peut aussi donner des instructions à la RBNZ pour soutenir ou influencer l'évolution du taux de change (*RBNZ Act*, art. 17). Au delà de ces cas, la RBNZ peut réaliser toute opération sur devises à son gré.

Les interventions du ministre ne sont pas sans limites. Si le gouverneur de la RBNZ estime que les indications reçues ne respectent pas le contenu du PTA, il doit en informer le ministre et il peut exiger un nouveau PTA (*RBNZ Act*, art. 19, al. 1). Dans ce cas, le gouverneur n'est plus contraint à atteindre l'objectif fixé auparavant (*RBNZ Act*, art. 19, al. 2). Si le gouverneur estime que les indications du ministre ne sont pas compatibles avec l'objectif de la stabilité des prix, il a le droit de les refuser tout en informant le ministre (*RBNZ Act*, art. 20, al. 1). Le ministre doit alors suivre la procédure d'*override* pour orienter la politique monétaire vers un autre objectif (*RBNZ Act*, art. 20, al. 2).

2.1.5. Le financement public et la répartition du résultat

La RBNZ gère les affaires bancaires du gouvernement (*RBNZ Act*, art. 34, al. 1). Cela signifie que les paiements et les encaissements publics passent par les comptes du gouvernement auprès de la RBNZ. Malgré le rôle joué par le déficit public dans le dérapage monétaire des années 70, la réforme du *RBNZ Act* n'interdit pas tout financement de la banque centrale en faveur du gouvernement. Cependant, les dangers d'un nouveau dérapage ont été limités par plusieurs mesures, notamment par l'orientation vers la stabilité budgétaire.

En ce qui concerne les dépenses opérationnelles de la RBNZ, le gouverneur et le ministre des finances s'accordent sur un budget d'une durée de 5 années en signant le *Funding agreement* (*RBNZ Act*, artt. 159 et 160). Ce document doit être ratifié par le parlement (*RBNZ Act*, art. 161). Le capital de la RBNZ étant public, le profit annuel fait l'objet d'une attribution aux réserves de la banque centrale, ainsi qu'à une répartition entre la banque et le gouvernement par une décision du ministre des finances après consultation du gouverneur (*RBNZ Act*, art. 162).

Enfin, un rapport annuel, rédigé par la RBNZ et audité par un agent désigné par le ministre, doit être remis au ministre et au parlement certifiant les comptes annuels (*RBNZ Act*, artt. 163-66).

2.1.6. L'organisation et la procédure de nomination et de destitution

L'organisation de la RBNZ comporte un comité de direction (*Board of directors*) composé de 4 à 7 membres non-exécutifs et des membres exécutifs. Les membres non-exécutifs sont nommés par le ministre des finances (*RBNZ Act*, art. 54) qui peut demander leur démission auprès du gouverneur-général, celui-ci devant alors émettre un *Order in Council*. (*RBNZ Act*, art. 59).

Les membres exécutifs sont le gouverneur, nommé par le ministre des finances sur recommandation du comité de direction (*RBNZ Act*, art. 40), ainsi qu'un ou deux directeurs adjoints (*Deputy Governors*), nommés par le comité de direction sur recommandation du gouverneur (*RBNZ Act*, art. 43). Le ministre des finances peut demander au gouverneur-général, qui devra alors émettre un *Order in Council*, de limoger le gouverneur si celui-ci n'assume pas correctement ses fonctions. En particulier, cela est possible si les objectifs du PTA n'ont pas été respectés, et si le ministre n'arrive pas à s'accorder sur le contenu d'un PTA à établir (*RBNZ Act*, art. 49). Les directeurs adjoints peuvent être limogés par le comité de direction sur recommandation du gouverneur (*RBNZ Act*, art. 45).

Les mandats des membres exécutifs et non-exécutifs ont une durée de 5 années et ils peuvent être renouvelés (*RBNZ Act*, artt. 55, 42 et 44). La durée dépasse donc le cycle politique, celui-ci étant trisannuel.

Le gouverneur est le directeur de la RBNZ. Il assume les décisions concernant l'activité de celle-ci en s'appuyant sur les gouverneurs adjoints. La tâche principale du comité de direction est le contrôle de l'activité exercée par le gouverneur. En particulier, il veille au respect des exigences

imposées par la loi. Le comité peut ainsi informer le ministre des finances et proposer de limoger le gouverneur, si celui-ci ne respecte plus ces exigences (*RBNZ Act*, art. 53)¹⁵.

2.2. L'interprétation contractuelle de l'indépendance de la RBNZ

Dans la littérature théorique, l'indépendance présente essentiellement deux formes: le conservatisme ou le contrat. La notion de conservatisme, introduite par Rogoff (1985), signifie que l'autorité monétaire suit une fonction objectif qui donne plus d'importance à la lutte contre l'inflation qu'au soutien à la croissance ou à la lutte contre le chômage. L'autorité monétaire est conservatrice, si elle s'écarte des préférences sociales en donnant un poids plus important à la stabilité des prix. L'indépendance est le moyen qui permet à la banque centrale d'être conservatrice.

Le contrat, retenu par Persson & Tabellini (1993) et par Walsh (1995a), considère la relation entre le gouvernement et la banque centrale en termes de relation principal – agent. Le contrat sert à établir l'objectif, défini par le gouvernement (le principal), que la banque centrale (l'agent) doit poursuivre. Une fois l'objectif défini, la banque centrale est libre d'agir pour le réaliser, tout en étant soumise à un système d'incitations (limogeage en cas de non réalisation de l'objectif fixé, définition en termes nominaux de la rémunération salariale) qui oriente ses comportements. En adoptant la distinction retenue par DeBelle & Fischer (1994) entre indépendance des objectifs (libre choix de l'objectif monétaire) et indépendance instrumentale (libre décision et mise en œuvre des instruments monétaires), on s'aperçoit que l'approche du conservatisme comporte une indépendance des objectifs et des instruments, alors que l'approche contractuelle n'attribue à la banque centrale qu'une indépendance instrumentale.

L'indépendance de la RBNZ est souvent associée à la théorie du contrat (cf. Walsh, 1995b). Cela doit être nuancé. En effet, la relation entre le ministre des finances et le gouverneur de la RBNZ est plus complexe qu'une relation entre principal et agent. Premièrement, le ministre peut modifier l'objectif de la stabilité des prix seulement avec l'accord du gouverneur-général et en respectant une procédure établie. En même temps, le ministre n'est pas le seul gardien de cet objectif, comme la répartition des responsabilités au sujet de la politique de change le démontre (cf. supra). Cela signifie que, contrairement au rôle du principal, le ministre des finances est soumis lui aussi au principe de la stabilité des prix, celle-ci étant définie par le législateur dans le *RBNZ Act*. Deuxièmement, le PTA n'est pas, comme la relation principal – agent le laisse entendre, un ordre que le ministre donne au gouverneur, mais plutôt une entente qui résulte de la nécessité d'une double signature.

"The PTA [...] is the means by which the Minister of Finance / Treasurer and the Governor of the Reserve Bank agree on the specification and measurement of price stability. [...] Changes to the PTA can only be made with the mutual agreement of the Minister of Finance / Treasurer and Governor. Both must satisfy themselves that any changes made to the PTA are consistent with the price stability objective, as laid out in the Act." (RBNZ, 2000 – p. 18)

Il est vrai que le ministre garde un poids relativement plus important que le gouverneur, notamment par la possibilité de le limoger si l'accord n'a pas été trouvé. Cependant, la marge de manœuvre du gouverneur n'est pas nulle, notamment au moment de l'établissement du PTA et dans la politique de change. De même, la liberté de décision du ministre des finances n'est pas complète, car toutes les décisions importantes (limogeage du gouverneur, changement de l'objectif fondamental, modification du régime de change) nécessitent l'accord, au moins formel, du gouverneur-général.

¹⁵ Svensson (2001) met en évidence l'incohérence du fait que le gouverneur préside le comité de direction, alors que celui-ci est chargé de superviser l'activité du gouverneur. Une réforme est en cours pour résoudre cette question.

Plusieurs auteurs assimilent le cas néo-zélandais à la cible inflation (*inflation targeting*)¹⁶, parce que dans le PTA, l'objectif est défini en rapport à l'indice des prix à la consommation. Cependant, l'indépendance comporte une dimension institutionnelle qui ne s'applique pas à la cible inflation, celle-ci n'étant qu'une modalité instrumentale pour réaliser la politique monétaire, substitut de la cible monétaire défendue par Milton Friedman. Du reste, on peut très bien adopter une cible inflation sans changer le rapport institutionnel entre la banque centrale et le gouvernement.

Le cas de la RBNZ permet d'enrichir et d'élargir, à notre avis, la notion d'indépendance contractuelle. On peut définir celle-ci comme une combinaison d'autonomie et d'entente. Le principe d'autonomie indique que la banque centrale possède une indépendance fonctionnelle et organisationnelle. L'indépendance fonctionnelle est le fait que la banque centrale est chargée par la loi, et non pas par le gouvernement, de réaliser une fonction monétaire précise. L'indépendance organisationnelle implique que la banque centrale soit une entité distincte de l'administration publique, notamment par rapport aux ministères. Ensuite, le principe de l'entente indique que, dans la réalisation de sa fonction, la banque centrale peut et doit interagir avec d'autres fonctions, en particulier avec le ministère des finances. Cela afin d'assurer une coordination et de gérer les effets externes propres à chaque fonction.

L'autonomie et l'entente ne sont pas en contradiction: l'entente est le résultat d'une autonomie qui ne peut pas être isolationniste en raison des effets externes de la fonction monétaire, et l'autonomie est indispensable pour établir une entente sur un pied d'égalité avec les autres fonctions. Le contrat est, contrairement à la relation principal - agent, défini par deux autorités distinctes ayant une même force contractuelle.

L'indépendance contractuelle de la RBNZ ainsi définie, comporte une responsabilité qui diffère du conservatisme et du contrat au sens strict. Sous le conservatisme, étant donné que la banque centrale peut choisir l'objectif et sa définition opérationnelle, la responsabilité est *ex-post*. Il s'agit d'une responsabilité directe de la banque centrale face au parlement ou à ses commissions. Dans une relation principal – agent la responsabilité du choix de l'objectif et de sa définition opérationnelle repose entièrement sur le principal, donc sur le gouvernement. Celui-ci doit rendre compte au parlement de ses actions. L'agent n'est par contre responsable que de la réalisation de l'objectif opérationnel.

Dans le cas de l'indépendance contractuelle, la responsabilité est plus complexe. Le parlement, en tant que législateur, est responsable face aux citoyens du choix de la stabilité monétaire comme objectif fondamental de la banque centrale. Ensuite, le gouvernement est responsable face au parlement de l'éventuelle modification ou pas de cet objectif (*override*). Enfin, la banque centrale doit rendre compte au parlement du respect de cet objectif en raison de l'acte législatif qu'il lui attribue. Cela concerne aussi la façon dont la banque s'accorde avec le gouvernement pour donner une définition opérationnelle à l'objectif monétaire. Celui-ci est enfin toujours responsable face au parlement.

¹⁶ cf. Bernanke et autres (1999) et Mishkin & Posen (1997).

3. L'évaluation de l'indépendance de la RBNZ

Comment peut-on évaluer l'indépendance de la banque centrale néo-zélandaise? Une première évaluation concerne l'efficacité de cette réforme (paragraphe 3.1): est-ce que l'objectif de la stabilité monétaire a été réalisé selon les prédictions de la théorie de la crédibilité? Une deuxième évaluation concerne l'efficacité de cette réforme (paragraphe 3.2): quels ont été les coûts et les bénéfices du résultat obtenu?

Étant donné que l'indépendance a été adoptée dans le cadre des réformes économiques et que celles-ci ont concerné aussi la politique monétaire, il est nécessaire de garder à l'esprit la distinction entre l'année du démarrage de ces réformes (1984) et l'année de l'introduction de l'indépendance de la RBNZ (1990). Cette distinction est particulièrement nécessaire pour comprendre le rôle de l'indépendance.

3.1. L'évaluation en termes d'efficacité

La théorie de la crédibilité prédit que l'indépendance, par son apport de crédibilité à la politique monétaire, permet de résoudre le biais inflationniste. Est-ce que le dérapage monétaire néo-zélandais a été résolu? Quel a été l'apport de l'indépendance?

3.1.1. L'évolution monétaire

Il est indéniable qu'avec l'indépendance de la RBNZ, l'inflation n'a plus été un problème majeur de l'économie néo-zélandaise (cf. Graphique 3.1). Pendant les années 90, la hausse des prix n'a jamais dépassé le taux de 5%, alors que pendant les années 70 et 80 cela était la règle. L'amélioration se constate aussi en comparaison à la moyenne des pays de l'OCDE: sur la période 1990-93 l'inflation néo-zélandaise atteint 2,8% contre 5,7%; de même sur la période 1994-98 l'inflation atteint 2,1% contre 4,8% dans les pays de l'OCDE¹⁷. La Nouvelle-Zélande, passe ainsi du statut d'un pays ayant une inflation plus élevée à celui d'un pays ayant une inflation moins élevée que la moyenne des pays de l'OCDE. Enfin, la stabilité interne a été accompagnée d'une relative stabilité du taux de change: la variation mensuelle du *Traded-Weighted Index* (TWI)¹⁸ ne dépasse que rarement le 2%, alors que pendant les années 80 l'inverse était largement la norme.

Quel rôle peut-on attribuer à l'indépendance pour ce retour à la stabilité monétaire?

La période de désinflation démarre bien avant l'introduction de l'indépendance: l'inflation s'oriente à la baisse dès 1985. Cela est évident si on enlève l'effet de la taxe sur les biens et services (GST). Ainsi, au début de 1990, lors de l'adoption de l'indépendance, le taux d'inflation est déjà en dessous de 10%. L'indépendance ne peut donc avoir joué un rôle que dans la dernière phase de la désinflation (1990-91).

En ce qui concerne le maintien de la stabilité, l'indépendance a été un facteur plus important. En effet, malgré le redémarrage de l'inflation (1995-96 et 2000-01), on n'assiste plus à des dérapages: les objectifs fixés dans les PTA (cf. Tableau 3.1) ont été pratiquement toujours respectés (tout dépassement à la hausse ou à la baisse a été rapidement ramené à l'intérieur des marges fixées). D'ailleurs, l'objectif n'a pas été renié: l'élargissement réalisé en décembre 1996 est plus le signe d'une flexibilité que d'un reniement de l'objectif monétaire. La continuité ressort aussi du contraste évident entre un gouverneur qui est resté en place pendant 14 années¹⁹ et un ministre des finances qui change très fréquemment (cf. Tableau 3.1).

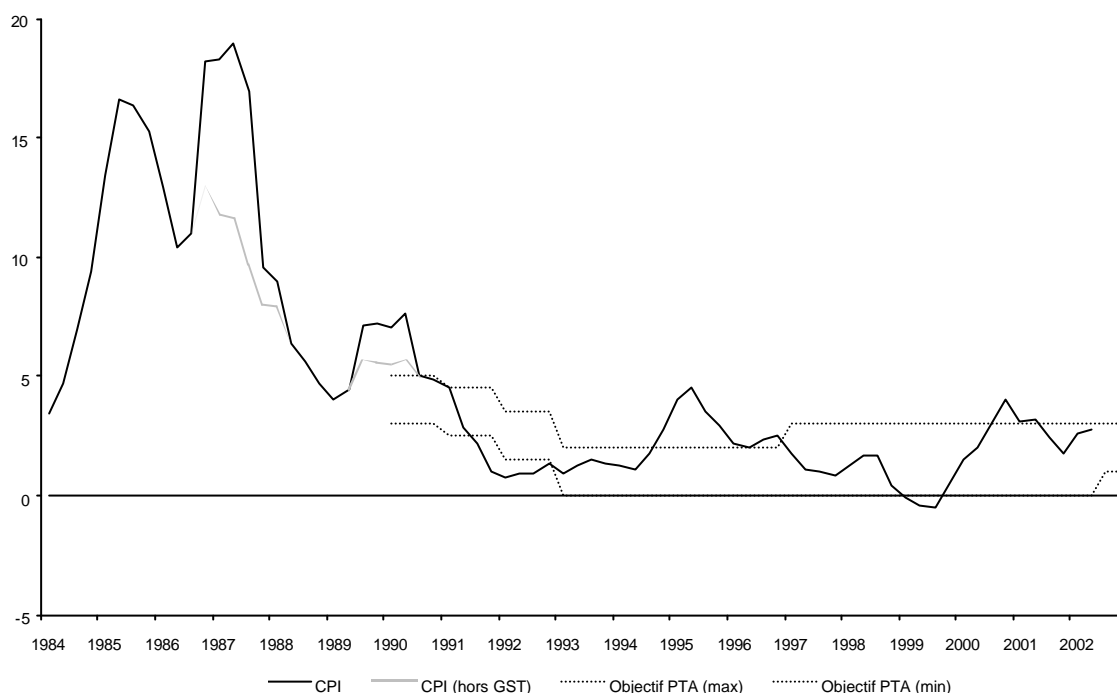
¹⁷ Élaboration d'après OCDE, Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1999.

¹⁸ Taux de change par rapport à un panier de devises pondérées, publié par la RBNZ.

¹⁹ Donald T. Brash a été nommé en 1988 et il a été confirmé à plusieurs reprises. En 2002, il a décidé de se retirer avant la fin du mandat afin de pouvoir s'inscrire dans les listes du *National Party* et de participer aux élections

Graphique 3.1 Prix à la consommation, 1984-2002

variation annuelle du Consumer Price Index (CPI) en %, données trimestrielles;
objectifs des *Policy Target Agreements*



Source: RBNZ

Tableau 3.1 Les *Policy Target Agreements*

	Date	Objectif ²⁰	Gouverneur	Ministre
1.	02.03.1990	0-2% CPI, à réaliser pour la fin de 1992	D. T. Brash	D. Caygill (Labour Party)
2.	19.12.1990	0-2% CPI, à réaliser pour la fin de 1993	D. T. Brash	R. Richardson (National Party)
3.	16.12.1992	0-2% CPI, à assurer dans le temps	D. T. Brash	R. Richardson (National Party)
4.	10.12.1996	0-3% CPI, à assurer dans le temps	D. T. Brash	B. Birch (National Party)
5.	15.12.1997	0-3% CPIX, à assurer jusqu'en 2003	D. T. Brash	W. Peters (National Party)
6.	16.12.1999	0-3% CPI*, à assurer jusqu'en 2003	D. T. Brash	M. Cullen (Labour Party)
7.	17.09.2002	1-3% CPI*, à assurer dans le moyen terme	A. Bollard	M. Cullen (Labour Party)

CPI = Consumer Price Index

CPIX = Consumer Price Index, à l'exclusion des charges d'intérêts

CPI* = Consumer Price Index, nouveau indice statistique calculé sans les charges d'intérêts

Source: RBNZ

3.1.2. Les anticipations inflationnistes

D'après la théorie de la crédibilité, les anticipations devraient s'adapter rapidement, après l'adoption de l'indépendance, alors que la réalité néo-zélandaise a été un peu différente (cf. Graphique 3.2).

politiques du mois de juillet. Le *National Party*, n'ayant pas gagné ces élections, M. Brash n'a pas été nommé au sein du gouvernement, mais il a été élu au parlement.

²⁰ Svensson (2001) propose d'adopter un point et non pas une fourchette comme objectif, afin de rendre plus facile les anticipations des individus. La difficulté de contrôler parfaitement le taux d'inflation et le fait que la RBNZ retient tout de même le point central de la fourchette comme objectif à moyen terme réduit l'intérêt d'un tel changement. Le dernier PTA confirme la tradition de fixer comme objectif une fourchette et non pas un point.

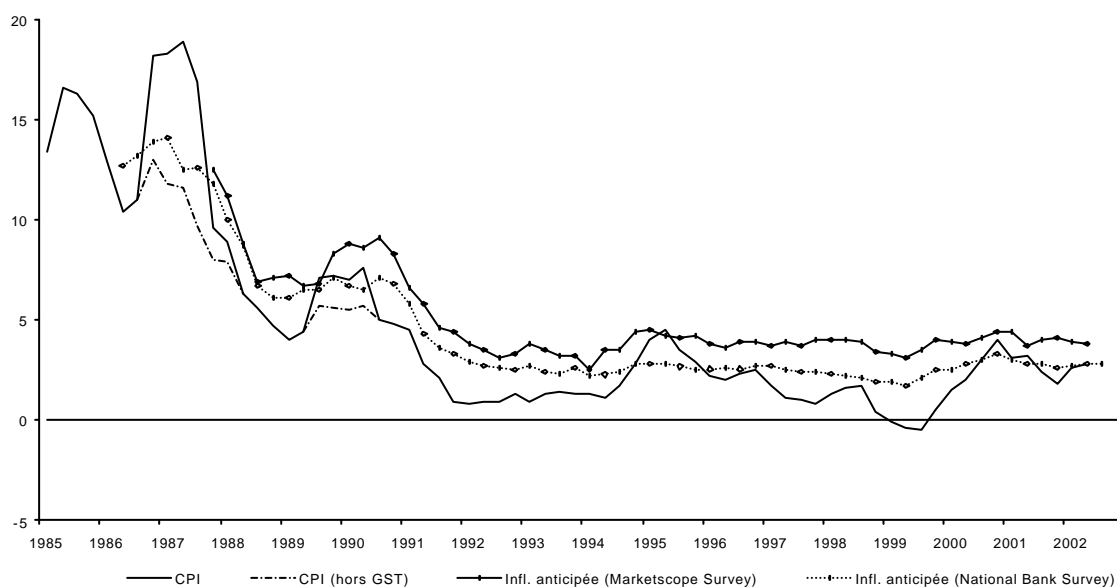
Premièrement, la réduction des anticipations, qui est indéniable notamment au début de la période en considération, a démarré avant l'indépendance. Deuxièmement, les anticipations sont généralement plus élevées que le taux d'inflation effectif, dépassant même régulièrement le taux de 2% ou de 3% fixé dans les PTA. Troisièmement, les anticipations suivent plus qu'elles ne précèdent l'évolution de l'inflation. Les individus suivent la baisse ou la hausse des prix plus qu'ils n'anticipent réellement cette tendance. En effet, la baisse de l'inflation est plus rapide que celle du taux anticipé. De même, à la hausse, l'inflation redémarre plus rapidement que la reprise des anticipations. Enfin, le taux anticipé est beaucoup plus stable que le taux d'inflation effectif. Ces observations mettent en doute plusieurs éléments de la théorie de la crédibilité. D'abord, le comportement des individus apparaît plus proche de l'hypothèse des anticipations adaptatives que des anticipations rationnelles. Les anticipations semblent plus s'ajuster à l'évolution passée que véritablement indiquer l'évolution future²¹. Ainsi, si la théorie de la crédibilité, fondée sur les anticipations rationnelles, admet que la réduction des anticipations est une condition préalable à la solution au biais inflationniste, on s'aperçoit qu'en Nouvelle-Zélande, la désinflation a précédé et non pas suivi la baisse des anticipations. Il a fallu réduire la hausse des prix pour convaincre les individus de l'engagement vers la stabilité des prix. D'ailleurs, l'indépendance ne semble pas avoir apporté instantanément un bonus de crédibilité qui se serait traduit par une forte et rapide réduction des anticipations. Au début de 1990, on assiste plutôt à une hausse des anticipations en raison de la prise en compte des effets de la modification du taux de la GST, ce qui confirme la prise en compte du taux d'inflation effectif comme élément pour la formation des anticipations. La crédibilité de la politique monétaire, tout comme la résolution du biais inflationniste, ne dépendent pas seulement du degré d'indépendance de la banque centrale, mais aussi de la politique monétaire qui est effectivement réalisée. Comme le dit le gouverneur Brash:

*"Credibility is continually earned by our actions and our account of policy, and not legislated."
(Brash, 1998 – p. 225)*

Cela n'empêche pas de constater qu'avec l'indépendance et la stabilité des prix maintenue dans le temps, les anticipations sont restées ancrées à des taux relativement faibles.

Graphique 3.2 Anticipations inflationnistes des individus, 1988-2002

variation annuelle des prix: effective (CPI) et anticipée, données trimestrielles



Note: L'inflation anticipée indique le taux d'inflation moyen que les individus s'attendent pour l'année à venir. L'abscisse indique la période de l'enquête.

Sources: RBNZ et National Bank of New Zealand

²¹ Fischer & Orr (1994) mettent en évidence l'importance de l'écart entre taux d'inflation visé et taux effectif pour la formation des anticipations. La crédibilité n'est pas décrétée mais elle exige une réalisation des objectifs.

3.1.3. La politique monétaire

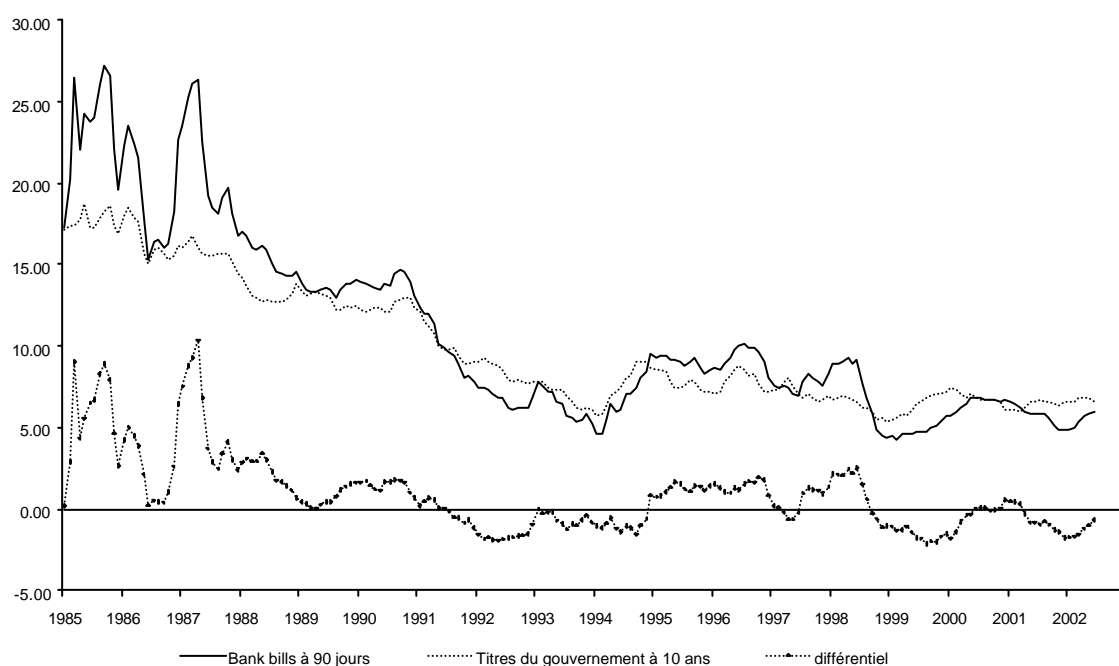
La RBNZ a rapidement abandonné une politique monétariste en adoptant une approche pragmatique qui prend en compte plusieurs indicateurs (*check-list*)²². On peut retenir la courbe des rendements (écart nominal entre le taux d'intérêt à long terme et le taux d'intérêt à court terme, cf. Graphique 3.3) et le taux de change (cf. Graphique 3.4), comme principaux indicateurs de la politique monétaire suivie. On constate alors les périodes suivantes:

- *Période 1985-90* – La politique monétaire est décidément restrictive: le différentiel d'intérêt est particulièrement élevé, et le taux de change s'oriente plus vers une appréciation que vers une dépréciation.
- *Période 1991-94* – Après l'indépendance, la politique monétaire devient rapidement expansive, en raison de l'amélioration monétaire et de la récession économique, notamment en 1991 (cf. infra Graphique 3.6), qui a fortement contribué à la rapide désinflation de ces années.
- *Période 1995-98* – En raison des nouvelles pressions inflationnistes provoquées par une forte immigration et par les pressions sur le secteur immobilier, la banque centrale retourne à une politique monétaire plus restrictive qui ne sera relâchée qu'au cours de l'année 1998.
- *Depuis 1999* – La politique monétaire retrouve une orientation moins restrictive.

La politique monétaire de la période 1985-90 explique le fait que la désinflation ait démarré bien avant l'adoption de l'indépendance. Autrement dit, la première mesure pour résorber le dérapage monétaire, après la dévaluation de 1984 et l'abandon du régime des taux de change fixes, n'a pas été la réforme de la RBNZ, mais l'adoption d'une politique monétaire restrictive. Cela a permis à la RBNZ d'adopter, juste après avoir obtenu l'indépendance, une politique monétaire plus souple.

Graphique 3.3 Taux d'intérêt à court et à long terme, 1985-2002

Taux d'intérêt sur les *Bank Bills* à 90 jours, taux d'intérêt des titres du gouvernement à 10 ans et différentiel entre les taux, données mensuelles



Source: RBNZ

²² Après l'adoption d'un indice des conditions monétaires (le *Monetary Condition Index*, MCI, qui relie les variations du taux d'intérêt aux variations du taux de change), la RBNZ a adopté en 1999 un taux d'intérêt de référence (OCR, *Official Cash Rate*) en tant qu'instrument principal de la politique monétaire.

Graphique 3.4 Taux de change, 1985-2002

Traded – Weighted Index (TWI), base: juin 1979 = 100, données mensuelles



Source: RBNZ

3.1.4. Considérations finales

L'efficacité de la politique monétaire adoptée pour résoudre le dérapage inflationniste des années 70 et 80 est indéniable. L'indépendance a été soutenue par d'autres mesures qui ont également contribué à atteindre ce résultat. Il est donc erroné d'attribuer à la seule indépendance de la RBNZ la totalité du succès. L'apport de l'indépendance se place plus au niveau du maintien dans le temps de la stabilité des prix que dans le processus de désinflation, celui-ci ayant démarré bien avant l'indépendance et étant le résultat d'un ensemble de facteurs. L'indépendance ne semble pas avoir apporté, immédiatement et par sa seule adoption, un ajustement à la baisse des anticipations inflationnistes.

Le durcissement de la politique monétaire dès 1985, le redressement budgétaire démarré en même temps (cf. infra), les réformes microéconomiques (renforcement des concurrences interne et externe, recherche de l'efficacité) sont les éléments principaux qui expliquent, dans un contexte international favorable, la désinflation des années 1985-1991.

La stabilité des prix, ainsi que le faible niveau des anticipations, a été gardée dans le temps, toujours dans un contexte international favorable, par l'indépendance de la banque centrale, par l'absence d'un reniement de l'objectif monétaire (notamment par la mise en œuvre d'une politique monétaire adaptée à cet objectif) et par la poursuite du redressement budgétaire (cf. infra). L'indépendance de la RBNZ a été l'aboutissement plus que le démarrage d'une politique de stabilité monétaire. Celle-ci s'inscrit dans une politique de stabilité macroéconomique (premier volet des réformes) et dans une politique de réorganisation de l'économie néo-zélandaise (deuxième volet des réformes). La cohérence de ces politiques a été favorable au redressement et au maintien dans le temps de la stabilité des prix.

3.2. L'évaluation en termes d'efficience

Quels ont été les coûts et les bénéfices du retour à la stabilité des prix? Notre analyse prend en compte deux aspects. Premièrement, la théorie de la crédibilité considère qu'on peut facilement disjoindre la politique monétaire de la politique budgétaire. Cette idée est d'ailleurs implicite à l'idée de l'indépendance de la banque centrale. Que nous enseigne le cas néo-zélandais sur ce sujet? Deuxièmement, d'après la théorie de la crédibilité, si une politique désinflationniste est crédible, les anticipations se réduisent rapidement, ce qui évite toute hausse du taux de chômage au delà de son taux naturel. En effet, la théorie de la crédibilité est fondée sur la formule de Lucas, selon laquelle le taux de chômage effectif est égal au taux de chômage naturel plus l'écart entre le taux d'inflation effectif et le taux d'inflation anticipé. En conséquence, pour toute égalité entre le taux d'inflation effectif et anticipé, le taux de chômage est égal au taux naturel. Est-ce que cela a été le cas en Nouvelle-Zélande?

3.2.1. Le rapport avec la politique budgétaire

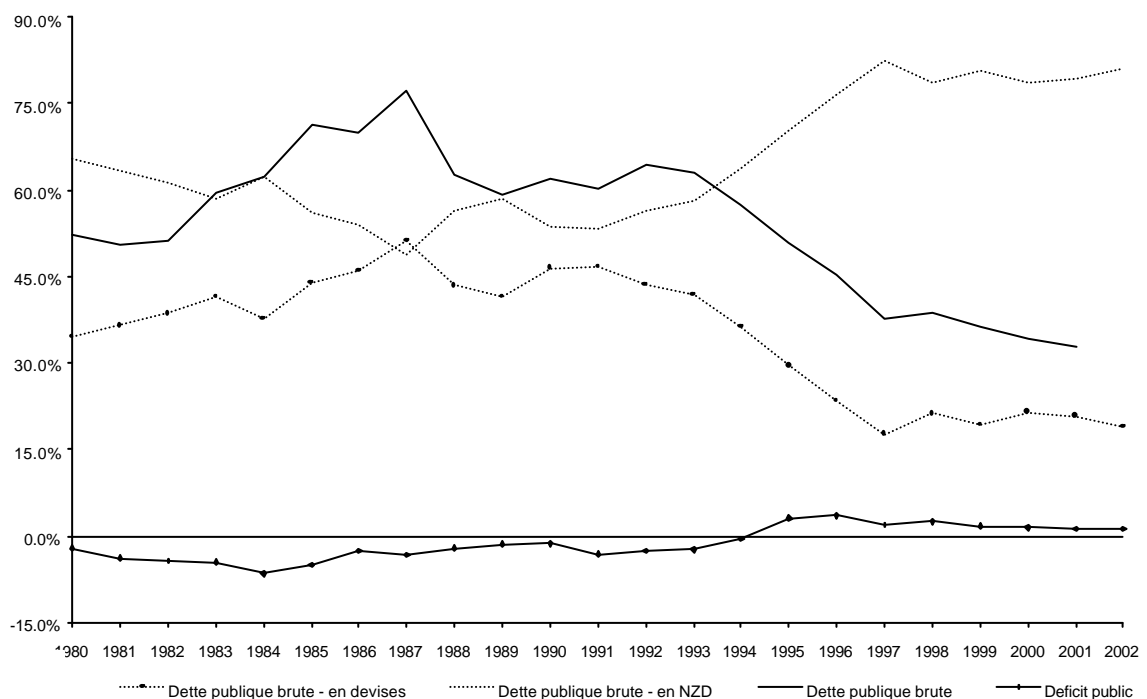
La politique budgétaire, après le dérapage des années 70, a été orientée vers la stabilité depuis 1984. Le résultat a été remarquable (cf. Graphique 3.5). D'un déficit proche de 5% du PIB en 1985, on atteint, après un lent redressement et une dégradation en 1991, un excédent budgétaire en 1994. L'amélioration a concerné aussi la dette publique, non seulement par la réduction de la dette en pour-cent du PIB, mais aussi par la réduction de la part de la dette en devises étrangères. Ce résultat a été obtenu, initialement, par une hausse des recettes publiques et, dans un deuxième temps, par la réduction des dépenses publiques. Les privatisations de plusieurs entreprises publiques ont également contribué à ce résultat, notamment par leur impact sur la réduction de l'endettement public.

Graphique 3.5 Évolution des finances publiques, 1980-2002

Déficit public en % du PIB, données annuelles

Dette publique brute totale en % du PIB, données annuelles

Dette publique brute en devises et en NZD, en % de la dette totale, données annuelles



Sources: RBNZ et Dalziel & Lattimore (1996), pour le déficit public
Statistics New Zealand et Treasury, pour la dette publique

Le redressement budgétaire a contribué au redressement monétaire. En effet, les pressions sur la politique monétaire ont été réduites: (1) par la réduction des déficits et l'orientation à moyen - terme vers la stabilité budgétaire, mise en forme en 1994 par le *Fiscal Responsibility Act*; (2) par l'adoption du principe dit de *full funding*, c'est-à-dire la volonté explicite de financer les déficits principalement par l'émission de titres auprès du public et non plus par des avances de la banque centrale. D'ailleurs, les avances faites par la RBNZ au gouvernement ont été constamment couvertes par l'émission de *RBNZ Bills*²³.

Le redressement budgétaire a tout de même contribué à la reprise de l'inflation durant certaines années particulières, notamment par l'effet de l'introduction en 1986 et du relèvement en 1989 du taux de la *Gross and Services Tax* (cf. Graphique 3.1). Cependant, après l'inévitable premier effet de ces mesures, il n'a pas conduit à un dérapage inflationniste.

Le redressement monétaire a à son tour contribué au redressement budgétaire, notamment par la réduction des taux d'intérêt nominaux appliqués aux titres publics (cf. Graphique 3.3). Cette baisse, avec la diminution du volume de la dette, explique la réduction des charges d'intérêt dans le total des dépenses publiques: 6,16% en 2000 contre 12,12% en 1991²⁴. Cependant, la hausse des taux d'intérêt réels, provoquée par la hausse du taux d'intérêt nominal ou par la baisse du taux d'inflation, notamment dans la période entre 1987 et 1991, a temporairement alourdi les charges d'intérêt sur la dette publique.

La coordination entre la politique monétaire et la politique budgétaire est ainsi assurée par deux éléments. Premièrement, malgré la séparation des autorités monétaire et budgétaire, l'objectif à moyen - terme de la politique budgétaire est compatible avec l'objectif monétaire de la stabilité des prix. De même, la stabilité des prix oblige la politique budgétaire à poursuivre un objectif d'équilibre, tout financement ultime par la banque centrale n'étant plus disponible. Autrement dit, indépendamment du statut de la banque centrale, l'objectif de la *policy-mix* dans son ensemble est cohérent. Deuxièmement, le ministre des finances, en tant que responsable ultime de la politique monétaire et en tant que cosignataire du PTA, peut assurer une certaine cohérence de la politique économique. Cela est aussi facilité par l'annonce des objectifs de chaque politique et par les clauses retenues dans le PTA qui généralement prennent en compte les décisions relevant de la politique budgétaire. C'est notamment le cas lors des influences sur l'indice des prix à la consommation des changements du taux de la GST. Dans ces cas, l'objectif monétaire fixé dans le PTA n'est plus contraignant pour la banque centrale.

3.2.2. L'évolution économique: croissance, emploi et solde extérieur

Afin d'évaluer l'apport du redressement monétaire en termes de croissance et d'emploi (cf. Graphique 3.6 et Tableau 3.2), il est nécessaire de différencier la période de la désinflation sans indépendance (1985-89), la période de la désinflation avec indépendance (1990-91) et la période de la stabilité des prix (1992-2000).

Les périodes de désinflation sont marquées par une croissance économique très faible, voire négative²⁵. La croissance du PIB par tête est constamment inférieure à 2% et à la moyenne des pays de l'OCDE. De même, le taux de chômage est orienté à la hausse et il atteint des niveaux autour de 10% que la Nouvelle-Zélande n'a jamais connus pendant la deuxième moitié du XX^e siècle. Vers le début des années 90, le taux néo-zélandais dépasse largement le taux moyen des pays de l'OCDE.

Quelles sont les raisons de ces résultats? Comme cause externe, il faut retenir l'affaiblissement de la conjoncture internationale, mise en évidence par la réduction du taux de croissance du PIB par tête dans les pays de l'OCDE depuis 1988.

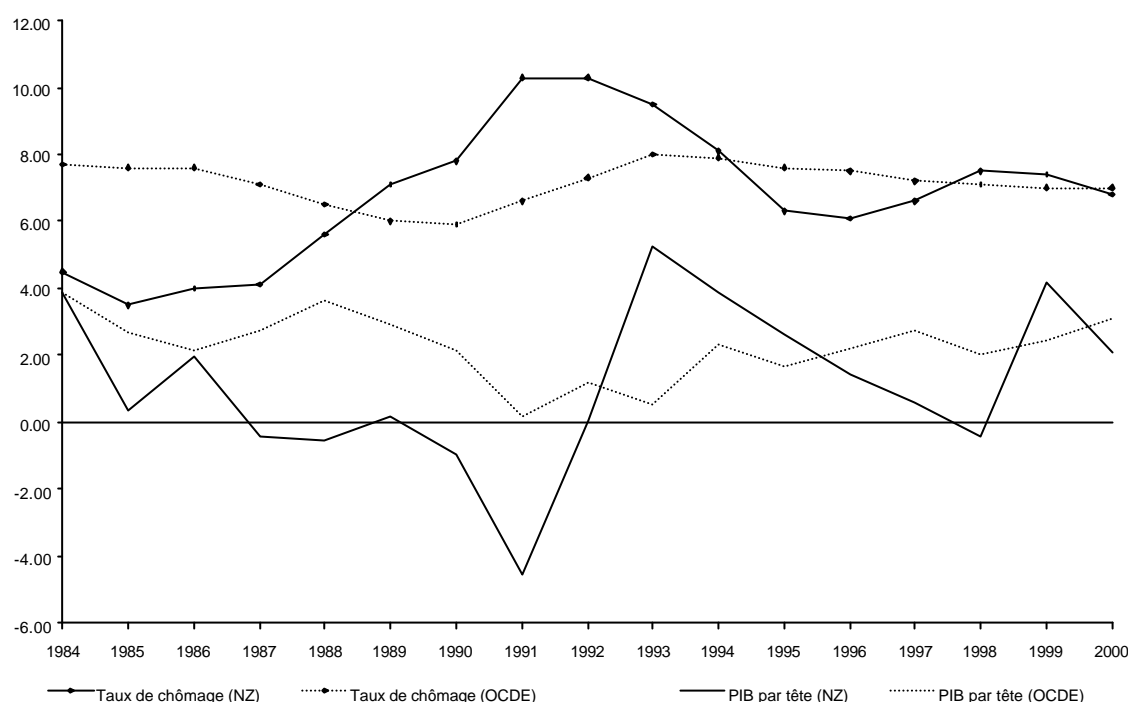
²³ L'émission de ces titres s'est terminée en 1999, en même temps que l'annulation des avances au gouvernement.

²⁴ *Statistical New Zealand (Crown Account Analysis)*.

²⁵ Des analyses empiriques (cf. Fischer & Zurlinden; 1997, Gärtner, 1997; Debelle, 1996; Hutchison & Walsh, 1996) admettent une relation positive entre l'indépendance des banques centrales et le *ratio de sacrifice* (réduction de la croissance économique pour toute réduction d'un point du taux d'inflation, *sacrifice-ratio* en anglais). Ces résultats sont parfois contestés.

Graphique 3.6 Croissance et chômage, 1984-2000

PIB en volume par tête, variation annuelle en %, et taux de chômage; données annuelles



Source: OCDE

Tableau 3.2 Evolution économique en Nouvelle-Zélande, 1985-2000

Croissance économique	1985-89	1990-91	1992-2000
taux de croissance annuel moyen en %			
<i>PIB réel par tête en Nouvelle-Zélande</i>	0.29	-4.55	2.44
<i>PIB réel par tête dans les pays de l'OCDE</i>	2.85	0.17	2.13

Sources: élaboration d'après OCDE, Comptes nationaux des pays de l'OCDE, volume 1, 2001

Taux de chômage	1985-89	1990-91	1992-2000
moyenne sur la période			
<i>Taux de chômage en Nouvelle-Zélande</i>	5.00	9.00	7.47

Sources: élaboration d'après OCDE, Statistiques de la population active 2001

Balance des opérations courantes	1985-89	1990-91	1992-2000
moyenne sur la période, en % du PIB			
<i>Déficit de la balance des opérations courantes</i>	-4.62	-3.00	-5.10

Sources: élaboration d'après OCDE, Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2002

Cependant, les causes internes sont plus importantes, parmi lesquelles il faut citer, d'une part, la politique budgétaire désormais orientée vers la réduction des déficits publics (cf. supra) et, d'autre part, les réformes microéconomiques qui, notamment par la libéralisation et la privatisation de différents secteurs et par l'ouverture accrue au commerce international, ont exigé une restructuration du système de production. Cela s'est traduit par une forte réduction de l'emploi, probablement aggravée aussi par le retard avec lequel on a flexibilisé le marché du travail²⁶.

²⁶ Ce n'est qu'en 1991, avec l'*Employment Contract Act*, que le parlement a réformé le marché du travail en adoptant des principes de flexibilité et en réduisant l'importance des syndicats et de la centralisation des contrats salariaux.

La politique monétaire a joué aussi un rôle important dans ces résultats.

Si on se place dans l'optique de la théorie de la crédibilité, le retard avec lequel on a adopté l'indépendance, peut avoir contribué à ce résultat. On soutient alors que l'absence de crédibilité de la politique monétaire désinflationniste conduite entre 1985 et 1990 a impliqué un retard dans les ajustements des anticipations inflationnistes, de telle sorte à générer, conformément à la formule de Lucas, un taux de chômage plus élevé que le taux naturel. Cependant, ce raisonnement n'est pas tout à fait convaincant.

D'abord, l'adoption de l'indépendance en 1990, ne semble pas avoir rapidement modifié les anticipations inflationnistes (cf. supra), ni même avoir réduit le coût en termes de croissance et d'emploi (cf. Tableau 3.2). Autrement dit, la théorie admet que la source de la crédibilité est l'indépendance, alors que les faits semblent indiquer que la crédibilité se forme par des résultats concrets obtenus en termes d'inflation. Si cela est effectivement le cas, même l'indépendance n'a pas contribué à rendre le processus désinflationniste moins onéreux en termes de croissance et d'emploi.

Ensuite, malgré le possible apport de la crédibilité d'une banque centrale indépendante, il peut exister des rigidités nominales qui ne permettent pas un ajustement des prix et des salaires²⁷ aussi rapide que l'éventuel ajustement des anticipations inflationnistes.

Enfin, la politique monétaire engendre des effets réels par les canaux de transmission monétaire. La politique restrictive, adoptée sur la période 1985-1990, s'est traduite par une hausse des taux d'intérêt réels et par l'appréciation du taux de change, ce qui a défavorisé les investissements et les exportations (cf. Graphique 3.7 et Graphique 3.8). Cela a contribué à limiter, voire déprimer, la croissance, indépendamment de la crédibilité de cette politique et de l'indépendance de la banque centrale. Les investissements représentent environ 20% du PIB et les exportations 25% du PIB²⁸: tout changement de 5% dans les investissements se traduit par une modification de 1% du PIB, alors que toute variation de 5% des exportations en implique une de 1,25%. Il n'est en conséquence pas surprenant de constater que ces effets se déroulent quand la politique monétaire retourne à une orientation restrictive (1995-98). Ces effets interviennent aussi pendant le relâchement de la politique monétaire: la dépréciation du taux de change en 1991 a favorisé les exportations, ce qui a partiellement compensé la chute des investissements limitant en conséquence l'évolution négative de la croissance. De même, la baisse des taux d'intérêt réels à partir de 1992 a favorisé la reprise des investissements.

Malheureusement, le cas néo-zélandais ne présente pas une situation de forte désinflation conjuguée, dès le début du processus, avec l'indépendance de la banque centrale pour pouvoir confirmer les prédictions de la théorie de la crédibilité. La désinflation des années 1990-91, successive à l'indépendance, ainsi que le redressement de la période 1995-99 ne sont pas comparables par leur ampleur et par leur vitesse à celle de 1985-89.

Une fois la désinflation réalisée et une fois supporté le coût de ce processus, quel a été l'évolution de la croissance pendant la stabilité des prix?

La période 1992-99 est marquée par un taux de croissance du PIB par tête supérieur aux taux moyen des pays de l'OCDE. Ce résultat dépasse en durée celui constatée entre 1981-84 (cf. supra). Le taux de chômage se réduit, revenant en-dessous du taux moyen des pays de l'OCDE. L'amélioration par rapport à la période précédente est évidente, mais lente. Plus que d'une réduction du taux de chômage, on assiste à une stabilisation après une faible baisse.

Dans cette évolution, il faut placer à part la période 1995-98 qui est marquée par un affaiblissement de la croissance et par un retour à la hausse du chômage. Pendant cette période, la politique monétaire a été restrictive, afin de contenir les nouvelles pressions inflationnistes, ce qui a engendré des effets négatifs sur les investissements et sur les exportations en raison de la hausse du taux d'intérêt réel et de l'appréciation du taux de change (cf. Graphique 3.7 et Graphique 3.8).

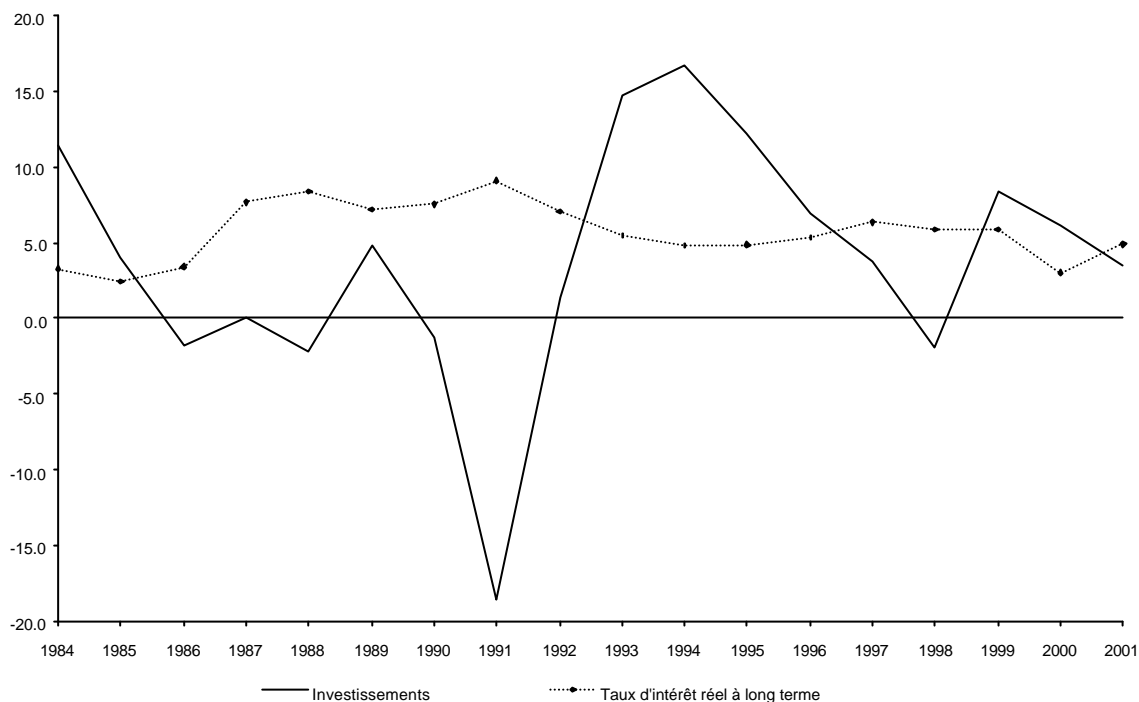
²⁷ Hutchison & Walsh (1996) admettent que l'indépendance peut conduire à une rigidité nominale des salaires plus accentuée, ce qui aggrave à son tour le *ratio de sacrifice*.

²⁸ OCDE, Comptes nationaux des pays de l'OCDE, volume 2, 2000.

Graphique 3.7 Taux d'intérêt et investissements, 1984-2001

Formation brute de capital fixe, variation annuelle en %

Taux d'intérêt à long terme corrigés par l'indice des prix à la consommation
(données annuelles)

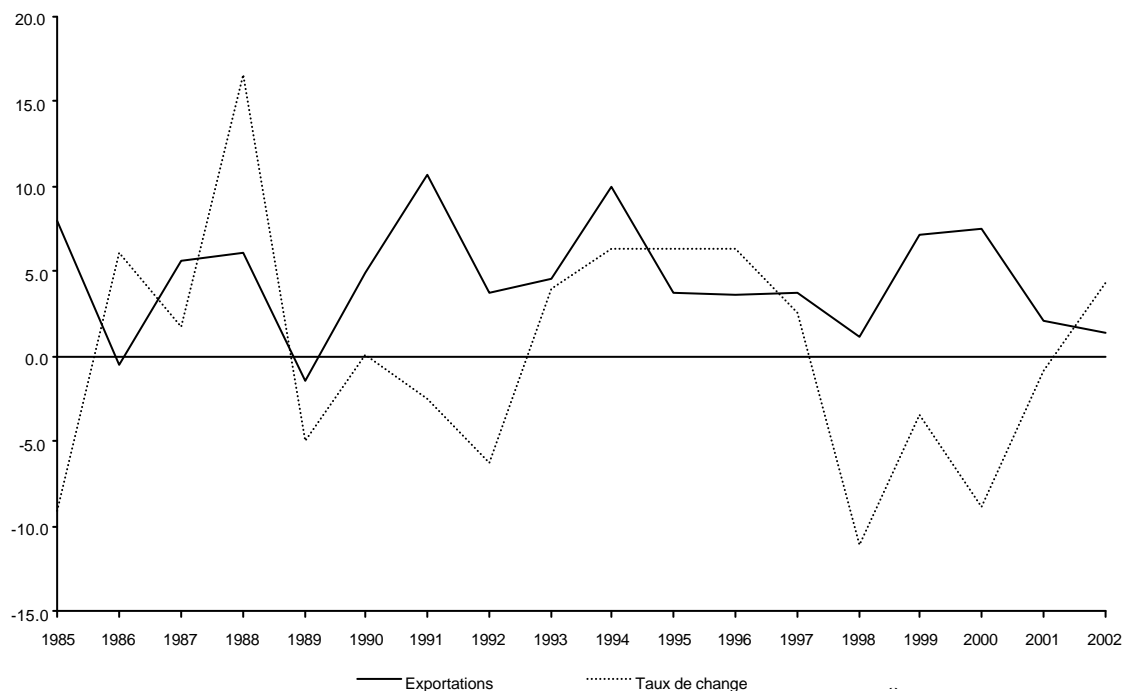


Sources: élaboration d'après OCDE (*Perspectives économiques, décembre 2000*) et RBNZ.
Les données de 2000 et 2001 sont des estimations.

Graphique 3.8 Taux de change et exportations, 1985-2002

Exportations réelles de biens et de services, variation annuelle en % (données annuelles)

Taux de change, variation de l'indice en point (1995=100) par rapport à la période précédente (données annuelles)



Sources: élaboration d'après OCDE et Dalziel & Lattimore (1996)

L'année 1998 a été particulièrement négative, en raison de la crise asiatique (qui a fortement réduit les exportations et dégradé les termes de l'échange) et des effets sur la production agricole d'El Niño. Le rôle de la politique monétaire est donc moindre, même si, comme le remarque Svensson (2001 – pp. 32-35), la RBNZ semble avoir répondu avec un certain retard à ces évolutions, contribuant à aggraver la situation.

Dans l'ensemble, la période de la stabilité des prix a été marquée par une évolution de la croissance et de l'emploi plus favorable que celle de la période de désinflation. Les déficits de la balance des opérations courantes (cf. supra Tableau 3.2) sont très négatifs, notamment sur la période 1992-2000. Cette situation²⁹, qui ne peut pas être attribuée à la politique monétaire, s'explique par trois raisons. Premièrement, elle reflète la dépendance extérieure de l'économie néo-zélandaise. En tant que petit pays, la Nouvelle-Zélande n'arrive pas à tout produire, ce qui l'oblige à importer massivement, en particulier machines et matériel de transport. Ainsi, quand le dollar néo-zélandais se déprécie, la hausse des exportations et de la croissance entraînent à la hausse également les importations, ce qui rend difficile la formation d'excédents importants. Deuxièmement, étant très éloignée des autres pays, la Nouvelle-Zélande doit se confronter à des difficultés majeures pour exporter ses biens. D'ailleurs, ces biens, principalement primaires, sont soumis à l'évolution des prix internationaux et à l'absence d'un commerce international particulièrement ouvert. Troisièmement, le taux d'épargne des ménages est très faible. Cette situation, qui était le reflet d'une économie inflationniste, persiste encore. Cela conduit à faire appel massivement aux capitaux étrangers dont la rémunération est une cause principale du déficit de la balance des opérations courantes.

Le contexte international d'un système de changes flexibles et d'une mobilité de capitaux, notamment à court terme, peut conduire à des chocs externes particulièrement importants et difficilement gérables par la banque centrale d'un petit pays comme la Nouvelle-Zélande. Si l'indépendance a apporté de la continuité à la politique monétaire, les instruments monétaires à disposition de la banque centrale peuvent se révéler inefficaces pour faire face à des chocs externes violents. L'idée de réaliser la stabilité interne des prix, pour assurer indirectement la stabilité externe de la monnaie, peut se révéler comme fautive dans un contexte d'intégration financière qui n'est pas accompagnée d'un système monétaire international capable de réduire les déséquilibres entre pays.

3.2.3. *Considérations finales*

Le résultat en termes d'efficacité est moins favorable que le résultat en termes d'efficacités.

Le rapport entre la politique monétaire et la politique budgétaire a été positif: le redressement monétaire a été suivi par le redressement budgétaire. Mais cela ne signifie pas que le redressement budgétaire ait été le résultat de l'indépendance. En effet, il a, tout comme le redressement monétaire, commencé bien avant l'indépendance, en raison d'une volonté politique explicite pour le réaliser. Il est aussi vrai qu'après l'introduction de l'indépendance, la coordination de la politique économique ne semble pas avoir souffert de la séparation des responsabilités entre la RBNZ qui gère la politique monétaire et le Trésor qui conduit la politique budgétaire. Le maintien de la stabilité des prix est allé de pair avec des excédents budgétaires et une réduction continue de l'endettement public. Ce résultat a plusieurs raisons: d'une part, la stabilité monétaire et l'équilibre budgétaire étaient déjà atteints et n'ont plus exigé une politique monétaire particulièrement restrictive; d'autre part, l'absence d'une détermination conjointe des objectifs monétaire et budgétaire n'a pas empêché une coordination entre politique monétaire et politique budgétaire. Celle-ci a été réalisée (1) par la définition de l'objectif monétaire dans le *Policy Target Agreement*, co-signé entre le gouverneur et le ministre des finances (qui engage le gouvernement aussi dans la définition de la politique monétaire), (2) par la compatibilité et le renforcement réciproque des objectifs, monétaire et budgétaire, à long – terme, (3) par

²⁹ La Nouvelle-Zélande est désormais caractérisée par un endettement externe privé en lieu et place d'un endettement public.

l'interaction entre la politique monétaire et la politique budgétaire, notamment par la prise en compte réciproque des objectifs et des mesures de l'autre politique, ainsi que par une consultation entre la banque centrale et le gouvernement.

"The fiscal and monetary policy authorities are independently responsible for their respective areas of policy, but within a framework which leaves room – and, indeed establishes a strong incentive for – each to have regard for the actions of the other. The existing institutional arrangements certainly do not preclude consultation between the Reserve Bank and the Government / Treasury aimed at achieving co-ordination of monetary and fiscal policy, and generally, there is active consultation. However, that consultation and co-ordination takes place within a framework which attaches importance to long-term objectives not being compromised by pursuit of short-term stabilisation objectives." (RBNZ, 2000 – p. 123)

Cependant, l'évolution de la croissance et de l'emploi indique la présence de coûts assez importants. Le redressement monétaire a impliqué une réduction de l'emploi, notamment pendant la période 1985-91. Cette réduction a eu lieu principalement avant l'indépendance et, donc, quand la politique monétaire était conjointement déterminée avec la politique budgétaire par le ministre des finances. Mais rien n'assure – notamment en raison des canaux de transmission monétaire – qu'une désinflation importante menée dans les mêmes conditions par une banque centrale indépendante aurait eu des conséquences moins graves sur la croissance et l'emploi. Dans cette optique, un apport important de l'indépendance, par le mandat de la stabilité des prix, est le fait d'éviter à long terme les coûts sociaux d'une politique de désinflation.

En effet, une fois atteinte la stabilité des prix, la croissance et l'emploi ont pu retrouver des évolutions positives, même si le taux de chômage reste à des niveaux élevés par rapport aux années 70 et 80, et même si ce résultat ne s'écarte pas de la moyenne des pays de l'OCDE. En tant que telles, l'indépendance et la stabilité des prix n'ont pas durablement entamé la croissance de l'économie néo-zélandaise. Au contraire, la période 1992-2000 a été relativement positive.

Conclusion

Quels sont, d'après l'expérience néo-zélandaise, les apports et les limites propres à la théorie de la crédibilité?

Premièrement, le succès atteint dans le redressement monétaire confirme les prédictions théoriques. Cependant, le rôle de l'indépendance a été surestimée: celle-ci n'est intervenue que dans le maintien dans le temps de la stabilité des prix. Le principal apport de l'indépendance réside en effet dans la continuité de la politique monétaire et dans l'orientation constante vers la stabilité monétaire à moyen terme. L'indépendance n'a pas résolu le biais inflationniste mais a évité de nouveaux dérapages monétaires. D'ailleurs, l'accent mis par la théorie sous-estime l'importance des autres facteurs, notamment le redressement budgétaire, qui ont également contribué au redressement monétaire et au maintien de la stabilité des prix. L'expérience néo-zélandaise a été un succès, en raison d'une politique économique cohérente dans son ensemble, dont un élément parmi d'autres a été l'indépendance de la banque centrale.

Deuxièmement, la théorie de la crédibilité considère l'indépendance dans une analyse de statique comparative, ce qui ne permet pas de prendre en compte la dimension temporelle propre à la politique monétaire. Il s'ensuit une simplification du processus d'ajustement des anticipations individuelles. La notion théorique de la crédibilité est fondée sur le concept du reniement monétaire, ce qui surestime le rôle de l'indépendance dans la formation des anticipations, laissant de côté le rôle de l'évolution passée des prix. L'expérience néo-zélandaise démontre l'importance de la réduction préalable de l'inflation pour convaincre les individus d'ajuster les anticipations. La relation entre l'autorité monétaire et les agents économiques est fondée sur la confiance, ce qui nécessite de la durée. La crédibilité est une notion atemporelle qui simplifie cette relation. D'ailleurs, la crédibilité ne peut pas être réduite à la présence d'un mécanisme qui interdit tout reniement monétaire. La disponibilité d'instruments pour réaliser l'objectif visé est aussi importante que l'orientation vers cet objectif.

Troisièmement, l'oubli de la dimension temporelle de la crédibilité implique également la non prise en compte des effets réels des instruments monétaires. Ceux-ci ont des conséquences négatives sur la croissance et sur l'emploi lors d'un processus de désinflation. Cet argument renforce la nécessité d'une prise de responsabilité monétaire, même – voire surtout – en cas d'indépendance de la banque centrale. De ce point de vue, l'approche contractuelle adoptée en Nouvelle-Zélande apparaît intéressante, car elle ne place pas l'autorité monétaire dans une situation d'absence de responsabilité ou d'interaction avec les autres fonctions étatiques.

Quatrièmement, la théorie courante a le mérite d'avoir donné une base théorique à l'indépendance, en introduisant des concepts importants, parmi lesquels il faut retenir la crédibilité, la distinction entre l'indépendance des objectifs et l'indépendance des instruments, et entre le conservatisme et le contrat. Cependant, l'indépendance ne concerne pas seulement le rapport entre la banque centrale et le gouvernement, elle concerne aussi la place de la banque centrale au sein de l'Etat. Cet aspect, qui permet d'élargir la notion d'indépendance contractuelle, n'a pas été retenue par la théorie traditionnelle.

Enfin, la théorie de la crédibilité ne considère l'indépendance de la banque centrale que sous l'aspect de la politique monétaire. Cependant, la banque centrale garde un rôle important au sein du système de paiements (cf. Goodhart, 1988). Un développement de la recherche est de s'interroger sur la nécessité et sur les modalités de l'indépendance en rapport à cette fonction.

Références bibliographiques

- Alesina, A. & Summers, H. (1993)** *Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence*
Journal of Money, Credit and Banking – vol. 25, n. 2, pp. 151-162
- Barro, R. J. & Gordon, D. B. (1983)** *Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy*
Journal of Monetary Economics – vol. 12, pp. 101-121
- Berger, H. & autres (2001)** *Central bank independence: an update of theory and evidence*
Journal of Economic Surveys – vol. 15, n. 1, pp. 3-40
- Bernanke, B. S. & autres (1999)** *Inflation targeting. Lessons from the international experience*
Princeton University Press – Princeton, New Jersey
- Bollard, A. & autres (éd.) (1996)** *A study of economic reform: the case of New Zealand*
Elsevier Science B.V.
- Brash, D. T. (1998)** *Inflation targeting in New Zealand: experience and practice*
RBNZ Bulletin – vol. 61, n. 3, pp. 221-227
- Brash, D. T. (1999)** *Inflation targeting: an alternative way of achieving price stability*
RBNZ Bulletin – vol. 62, n. 1, pp. 36-45
- Brash, D. T. (2001)** *The Reserve Bank's submission to the Minister of finance on the monetary policy review conducted by Professor Lars Svensson*
RBNZ Bulletin – vol. 64, n. 1, pp. 12-23
- Brook, A.-M. & autres (1998)** *The 1991-97 business cycle in review*
RBNZ Bulletin – vol. 61, n. 4, pp. 269-290
- Conway, P. & Orr, A. (2000)** *The process of economic growth in New Zealand*
RBNZ Bulletin, vol. 63, n. 1, pp. 4-20
- Cukierman, A. & autres (1992)** *Measuring the independence of central bank and its effects on policy outcomes*
World Bank Economic Review – vol. 6, n. 3, pp. 353-398
- Cukierman, A. (1992)** *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*
MIT Press, Cambridge, Mass.
- Dalziel, P. (1998)** *New Zealand's experience with an independent central bank since 1989*
in: Arestis, P. (éd.) (1998) – Political economy of central banking – ch. 13
- Dawe, S. (1990)** *Reserve Bank of New Zealand Act 1989*
RBNZ Bulletin – vol. 53, n. 1, pp. 29-36
- Debelle, G. & Fischer, S. (1994)** *How independent should a central bank be?*
Federal Reserve of Boston – Conference Series n. 38, pp. 195-225
- Debelle, G. (1996)** *The ends of three small inflations: Australia, New Zealand and Canada*
Canadian Public Policy – Analyse de politiques – vol. 22, n. 1, pp. 56-78
- Easton, B. (1994)** *Economic and other ideas behind the New Zealand reforms*
Oxford Review of Economic Policy – vol. 10, n. 3, pp. 78-94
- Eijffinger, S. & de Haan, J. (1996)** *The political economy of central-banking independence*
Princeton University – Special papers in international economics, n. 19
- Evans, L. & autres (1996)** *Economic reform in New Zealand 1984-95: the pursuit of efficiency*
Journal of Economic Literature – vol. 34, pp. 1856-1902
- Fischer, A. M. & Orr, A. B. (1994)** *Crédibilité de la politique monétaire et incertitudes concernant les prix: l'expérience néo-zélandaise en matière d'objectifs d'inflation.*
Revue économique de l'OCDE – n. 22, pp. 169-193
- Fischer, A. M. & Zurlinden, M. (1997)** *Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung*
Schweizerische Nationalbank, Quartalheft n. 4, pp. 325-337
- Fischer, A. M. (1993)** *Inflation targeting: New Zealand and Canadian cases*
Cato Journal – vol. 13, n. 1, pp. 1-27

- Fischer, A. M. (1995)** *New Zealand's experience with inflation targets*
in: Leiderman & Svensson (éd.) (1995) – Inflation targets – Centre for Economic Policy Research, London – ch. 3
- Gärtner, M. (1997)** *Central bank independence and the sacrifice ratio: the dark side of the force*
Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik – vol. 133, n. 3, pp. 513-538
- Goodhart, Charles A. E. (1988)** *The evolution of central banks*
Cambridge Mass.; London – MIT Press
- Grilli, V. & autres (1991)** *Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries*
Economic Policy – vol. 13, pp. 342-392
- Grimes, A. (1996)** *Monetary policy*
in: Bollard, A. & Lattimore, R. & Silverstone, B. (éd.) (1996) – A study of economic reform: New Zealand – ch. 6
- Hawke, G. R. (1973)** *Between governments and banks. A history of the Reserve Bank of New Zealand*
Wellington
- Hutchison, M. & Walsh, C. E. (1996)** *Central bank institutional design and the output cost of disinflation: did the 1989 New Zealand Reserve Bank Act affect the inflation-output trade-off?*
RBNZ Discussion Paper G96/6
- Kydland, F. & Prescott, E. (1977)** *Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans*
Journal of Political Economy – vol. 85, n. 33, pp. 473-492
- Mishkin, F. S. & Posen, A. S. (1997)** *Inflation targeting: lessons from four countries*
NBER Working Paper n. 6126
- Persson, T. & Tabellini, G. (1993)** *Designing institutions for monetary stability*
Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy – vol. 39
- Posen, A. S. (1998)** *Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link?*
Oxford Economic Papers – vol. 50, n. 3, pp. 335-359
- Quigley, N. C. (1992)** *Monetary policy and the New Zealand system: an historical perspective*
RBNZ Discussion Paper G 92/1
- RBNZ (1992)** *Monetary policy and the New Zealand financial system*
Wellington, 3rd Edition
- RBNZ (2000)** *Independent Review of the Operation of Monetary Policy: Reserve Bank and Non-Executive Directors' Submissions*
Reserve Bank of New Zealand – October
- Rogoff, K. (1985)** *The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target*
Quarterly Journal of Economics – vol. 100, n. 4, pp. 1169-89
- Schaling, E. (1995)** *Institutions and monetary policy. Credibility, flexibility and central bank independence*
Aldershot Hants UK – Edward Elgar
- Sherwin, M. (1999)** *Strategic choices in inflation targeting: New Zealand experience*
RBNZ Bulletin – vol. 62, n. 2, pp. 73-88
- Sherwin, M. (2000)** *Institutional framework for inflation targeting*
RBNZ Bulletin – vol. 63, n. 4, pp. 28-34
- Svensson, Lars. E. O. (2001)** *Independent Review of the Operation of Monetary Policy in New Zealand: Report to the Minister of Finance* – Institute for International Economic Studies, Stockholm University - February
(disponible sur le site <http://www.princeton.edu/~svensson/>)
- Walsh, C. E. (1995a)** *Optimal contracts for independent central bankers*
American Economic Review – vol. 85, n. 1, pp. 150-167
- Walsh, C. E. (1995b)** *Is New Zealand's Reserve Act of 1989 an optimal central bank contract?*
Journal of Money, Credit and Banking – vol. 27, n. 4, pp. 1179-1191

Sources statistiques

Dalziel, P. & Lattimore R. (1996)	<i>The New Zealand Macroeconomy. A Briefing of the Reforms.</i> Oxford University Press, Melbourne / Oxford
National Bank of New Zealand Ltd	<i>Business Outlook, September 2002</i> Wellington
NZ Treasury / NZDMO	<i>Public Debt History of New Zealand</i> New Zealand Debt Management Office
OCDE	<i>Perspectives économiques de l'OCDE</i> , différents numéros
OCDE	<i>Comptes nationaux des pays de l'OCDE</i> , différents numéros
OCDE	<i>Principaux indicateurs économiques</i> , différents numéros
OCDE	<i>Statistiques de la population active</i> , différents numéros
OCDE	<i>Études économiques de l'OCDE - Nouvelle-Zélande</i> , différents numéros
RBNZ	<i>Monetary Policy Statements</i> , différents numéros
RBNZ	<i>A3 Income and prices, 1920-2002</i>
	<i>B1 Exchange Rates, 1985-2002</i>
	<i>B2 Wholesale Interest Rates, 1985-2002</i>
	<i>J5 Marketscope Survey, 1988-2002</i>
Statistics New Zealand	<i>Crown Account Analysis</i>

Les documents et les séries statistiques la RBNZ sont, le plus souvent, disponibles sur le site internet <http://www.rbnz.govt.nz>.

Liste des graphiques et des tableaux

<i>Graphique 1.1</i>	<i>Prix à la consommation, 1960-89</i>	5
<i>Graphique 3.1</i>	<i>Prix à la consommation, 1984-2002</i>	14
<i>Graphique 3.2</i>	<i>Anticipations inflationnistes des individus, 1988-2002</i>	15
<i>Graphique 3.3</i>	<i>Taux d'intérêt à court et à long terme, 1985-2002</i>	16
<i>Graphique 3.4</i>	<i>Taux de change, 1985-2002</i>	17
<i>Graphique 3.5</i>	<i>Évolution des finances publiques, 1980-2002</i>	18
<i>Graphique 3.6</i>	<i>Croissance et chômage, 1984-2000</i>	20
<i>Graphique 3.7</i>	<i>Taux d'intérêt et investissements, 1984-2001</i>	22
<i>Graphique 3.8</i>	<i>Taux de change et exportations, 1985-2002</i>	22
<i>Tableau 1.1</i>	<i>Evolution économique en Nouvelle-Zélande, 1960-1984</i>	5
<i>Tableau 3.1</i>	<i>Les Policy Target Agreements</i>	14
<i>Tableau 3.2</i>	<i>Evolution économique en Nouvelle-Zélande, 1985-2000</i>	20