

DOCUMENT D'INFORMATION TECHNIQUE 1 : SURVOL DES TRAVAUX VISANT À ÉTABLIR SI UN RÉGIME DE FAIBLE INFLATION EST DOMMAGEABLE POUR L'ÉCONOMIE

Depuis cinq ans, un certain nombre d'auteurs ont avancé que la recherche de taux d'inflation inférieurs à, disons, 3 % pourrait entraîner des problèmes importants sur le plan économique. Au cours de la période antérieure à la décision de reconduire la cible d'inflation actuelle, les économistes de la Banque du Canada ont passé en revue la littérature et entrepris de nouveaux travaux sur le sujet. La Banque a également tenu sur ce thème un séminaire au cours duquel des membres de son personnel et des chercheurs de l'extérieur ont présenté des communications¹. La conclusion que nous en avons tirée est qu'il n'a pas encore été démontré de façon convaincante que le maintien de l'inflation à l'intérieur d'une fourchette cible dont le point médian est 2 % crée des problèmes d'ordre économique. En outre, il ne semble pas non plus que le maintien d'un taux d'inflation de 1 %, ou même inférieur, engendre à terme des coûts économiques importants.

Le présent document propose un survol de la littérature récente, en mettant l'accent sur les arguments qui y sont invoqués : la rigidité à la baisse des salaires nominaux, l'impossibilité pour les taux d'intérêt de descendre sous zéro et le risque d'une déflation coûteuse.

La rigidité à la baisse des salaires

Ceux qui souscrivent à l'hypothèse de rigidité à la baisse des salaires nominaux, dont Akerlof, Dickens et Perry (1996), Fortin (1996 et 2001), Simpson, Cameron et Hum (1998) et Fortin et Dumont (2000), font valoir qu'un taux d'inflation modéré est nécessaire pour faciliter l'ajustement des rémunérations

réelles et ainsi réduire au maximum les pertes d'emploi que cause l'existence d'un plancher limitant le recul des salaires nominaux². Selon les recherches menées à la Banque, y compris celles de Crawford (2001) et de Crawford et Wright (2001), les estimations que l'on obtient du degré de rigidité des salaires nominaux durant les années 1990 diminuent nettement lorsqu'on prend en considération les coûts liés à la modification des salaires et la variance réduite des variations salariales dans un climat de faible inflation³. Quant à Faruqi (2000) et à Farès et Hogan (2000), trois autres chercheurs de la Banque qui se sont inspirés des travaux de Simpson, Cameron et Hum (1998) pour mieux tenir compte des effets des chocs subis par la demande de travail, ils concluent que l'incidence estimée de la rigidité à la baisse des salaires nominaux sur l'emploi est négligeable au Canada.

Les travaux que Beaudry et Doyle (2001), Dupasquier et Ricketts (1998), Farès et Lemieux (2001) et Hogan et Pichette (2000) ont effectués à l'aide d'équations globales relatives aux salaires ou aux prix remettent sérieusement en question le point de vue voulant que la rigidité à la baisse des salaires nominaux soit la cause première du comportement modifié des salaires et des prix durant les années 1990. Certains de ces auteurs soulignent combien il importe de prendre en compte les autres facteurs susceptibles d'influer sur le comportement des agents économiques, tout spécialement le mode de formation des attentes d'inflation.

Quand on étudie l'effet de la « quasi-rationalité » sur les marchés du travail,

1. Crawford (2000) fait la synthèse des travaux du séminaire. Les actes de ce dernier, dont le volume est sur le point de paraître, peuvent être consultés dans le site Internet de la Banque.

2. Pour une description et une analyse critique de cette hypothèse, on peut consulter les travaux antérieurs de Hogan (1998) et de Crawford et Hogan (1998-1999).

3. La variance élevée des variations salariales en période de forte inflation est révélatrice de la confusion que crée l'inflation.

comme le font Fortin et Dumont (2000), il est essentiel de s'arrêter aux changements que peut subir le mode de formation des attentes d'inflation par suite de l'adoption d'une cible d'inflation inférieure, ce que ces auteurs ont négligé de faire. En outre, ces travaux sur la quasi-rationalité et d'autres recherches faites aux États-Unis par Akerlof, Dickens et Perry (2000) reposent sur l'idée que le comportement des agents ne s'adapterait jamais entièrement à un taux d'inflation qui resterait bas pendant une longue période (et qui serait obtenu, par exemple, par la poursuite d'une cible d'inflation). Or, cette prémisse paraît peu défendable.

Tout compte fait, nous partageons le point de vue que Mishkin (2001) et Parkin (2001) ont défendu au séminaire de l'an dernier, à savoir que l'argument fondé sur l'incidence de la rigidité à la baisse des salaires nominaux n'est pas assez convaincant pour déterminer le choix du niveau approprié de la cible d'inflation.

Le plancher limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro

Un certain nombre d'auteurs soutiennent que le plancher limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro empêche les taux d'intérêt réels (c.-à-d. corrigés de la hausse des prix) de descendre aussi bas qu'il le faudrait lorsque le taux d'inflation se situe au-dessous de la cible visée; il en résulterait une période prolongée de faible croissance de l'économie, durant laquelle l'inflation resterait inférieure à la cible. Au terme d'une revue des études consacrées à la question, notamment celle de Black, Coletti et Monnier (1998) et celles réunies dans l'ouvrage de Fuhrer et Sniderman (2000), Amirault et O'Reilly (2001), deux économistes de la Banque, concluent que la plupart des chercheurs jugeraient négligeable la probabilité que le taux nominal se heurte à la borne du zéro quand la cible d'inflation est fixée à 2 %. Qui

plus est, l'évaluation qu'Amirault et O'Reilly font des travaux empiriques les amène à conclure que, même si cette probabilité augmente à un rythme croissant lorsque l'inflation diminue, elle ne s'élèverait que légèrement avec le passage à une cible de 1 %. Ce point de vue n'est pas aussi largement partagé que le précédent. D'autres auteurs se montrent plus réticents à l'égard de cette affirmation, à l'opposé de Parkin (2001). Ce dernier fait en outre remarquer que, d'après les travaux de Reifschneider et Williams (2000), la prise en considération explicite, par divers moyens, de la borne du zéro dans la fonction de réaction de la banque centrale qui régit l'établissement des taux d'intérêt a pour effet de réduire de façon importante les coûts engendrés dans le cas — peu probable — où le taux d'intérêt nominal tomberait à zéro.

Le risque d'une déflation coûteuse

Mishkin (1997 et 2001) a insisté sur la nécessité d'éviter la déflation en raison des coûts qu'elle comporte. Il importe toutefois de faire dès le départ la distinction entre une baisse des prix inattendue (d'une durée d'un an par exemple) et une déflation persistante⁴. Signalons également que toute évolution contraire aux attentes des consommateurs, des entreprises et des institutions financières entraîne des coûts. Une diminution imprévue des prix de 2 %, disons, lorsque le taux d'inflation visé est de zéro n'est pas plus coûteuse qu'une chute temporaire du taux d'inflation à zéro (qui s'inverserait par exemple au bout d'un an) quand le taux visé et attendu est de 2 %. Par contre, une déflation présentant une certaine persistance sera plus dommageable qu'une baisse de

4. Il importe également d'établir une distinction entre une déflation attribuable à une hausse de la croissance de la productivité et une déflation tenant à une réduction de la croissance de la demande globale. La première n'a pas les mêmes retombées négatives que la seconde.

l'inflation de même ampleur si elle provoque l'apparition de problèmes en raison du plancher limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro ou de la rigidité à la baisse des salaires nominaux. Par exemple, si les prix devaient continuer de décroître à un rythme de 2 % l'an alors que le taux d'inflation visé était de zéro, cela serait plus coûteux qu'un taux d'inflation persistant de zéro dans un régime axé sur la poursuite d'une cible de 2 % uniquement dans la mesure où la déflation se prolongerait davantage à cause de ces deux facteurs. Mais il importe de noter que le fait que la banque centrale vise un taux d'inflation déterminé procure une certaine protection contre une déflation persistante.

Nous tirons de l'analyse qui précède la conclusion suivante : s'il devait survenir de graves problèmes, ils découleraient d'une déflation persistante, en raison des deux premiers facteurs mentionnés plus haut, et il est peu probable que l'on ait à affronter de tels problèmes si l'on se fixe une cible d'inflation explicite.

BIBLIOGRAPHIE

- Akerlof, George, William Dickens et George Perry (1996). « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-59.
- _____ (2000). « Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-44.
- Amirault, David et Brian O'Reilly (2001). « The Zero Bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It? », document de travail n° 2001-6, Banque du Canada.
- Beaudry, Paul et Matthew Doyle (2001). « Qu'est-il arrivé à la courbe de Phillips au Canada dans les années 1990? ». À paraître dans *La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire*, Ottawa, Banque du Canada.
- Black, Richard, Donald Coletti et Sophie Monnier (1998). « Les coûts et les avantages de la stabilité des prix ». In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, mai 1997, Ottawa, Banque du Canada, p. 325-366.
- Crawford, Allan (2000). « Résumé du séminaire sur la stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 35-45.
- Crawford, Allan (2001). « How Rigid Are Nominal Wage Rates? », document de travail n° 2001-8, Banque du Canada.
- Crawford, Allan et Seamus Hogan (1998-1999). « La rigidité à la baisse des salaires », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 29-48.
- Crawford, Allan et Geoff Wright (2001). « Downward Nominal Wage Rigidity: Micro Evidence from Tobit Models », document de travail n° 2001-7, Banque du Canada.
- Dupasquier, Chantal et Nicholas Ricketts (1998). « Non-linearities in the Output-Inflation Relationship: Some Empirical Results for Canada », document de travail n° 1998-14, Banque du Canada.
- Farès, Jean et Seamus Hogan (2000). « The Employment Costs of Downward Nominal-Wage Rigidity », document de travail n° 2000-1, Banque du Canada.

- Farès, Jean et Thomas Lemieux (2001). « Évaluation critique et empirique de la rigidité à la baisse des salaires nominaux au Canada ». À paraître dans *La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire*, Ottawa, Banque du Canada.
- Faruqi, Umar (2000). « Employment Effects of Nominal-Wage Rigidity: An Examination Using Wage-Settlements Data », document de travail n° 2000-14, Banque du Canada.
- Fortin, Pierre (1996). « Presidential Address: The Great Canadian Slump », *Revue canadienne d'Économie* (novembre), p. 761-787.
- _____ (2001). « Inflation Targeting: The Three Percent Solution », *Policy Matters*, vol. 2, n° 1, Institut de recherche en politiques publiques.
- Fortin, Pierre et K. Dumont (2000). « The Shape of the Long-Run Phillips Curve: Evidence from Canadian Macrodatabase, 1956-97 », document de travail, Département des sciences économiques, Université du Québec à Montréal (juin).
- Fuhrer, Jeffrey C. et Mark S. Sniderman, dir. (2000). *Monetary Policy in a Low-Inflation Environment*, actes d'un colloque tenu par les banques fédérales de réserve de Boston, New York, Cleveland, Richmond, Atlanta, Saint Louis et Minneapolis et le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, les 18 et 19 octobre 1999, publiés dans *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 32, n° 4, 2^e partie (novembre).
- Hogan, Seamus (1998). « What Does Downward Nominal-Wage Rigidity Imply for Monetary Policy? », *Analyse de Politiques*, vol. 24, n° 4 (décembre), p. 513-525.
- Hogan, Seamus et Lise Pichette (2000). « Some Explorations, Using Canadian Data, of the S-Variable in Akerlof, Dickens, and Perry (1996) », document de travail n° 2000-6, Banque du Canada.
- Mishkin, Frederic (1997). « The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers ». In : *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Kansas City (Missouri), Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Mishkin, Frederic (2001). « Réflexions sur la poursuite de cibles en matière d'inflation ». À paraître dans *La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire*, Ottawa, Banque du Canada.
- Parkin, Michael (2001). « Qu'avons-nous appris au sujet de la stabilité des prix? ». À paraître dans *La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire*, Ottawa, Banque du Canada.
- Reifschneider, David et John C. Williams (2000). « Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 32, n° 4, 2^e partie (novembre), p. 936-966.
- Simpson, Wayne, Norman Cameron et Derek Hum (1998). « Is Hypoinflation Good Policy? », *Analyse de Politiques*, vol. 24, n° 3 (septembre), p. 291-308.