

Actes du colloque de 2000

La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire

Actes d'un séminaire tenu à la Banque du Canada en juin 2000

Introduction

Allan Crawford

En février 1991, la Banque du Canada et le gouvernement fédéral annonçaient l'établissement d'une série de cibles définissant une trajectoire pour la réduction de l'inflation, mesurée par le taux de variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC)¹. L'objectif était de ramener le taux d'inflation à 3 % pour la fin de 1992 et à 2 % pour la fin de 1995. Ces cibles étaient les points médians d'une fourchette dont les limites se situaient à un point de pourcentage de part et d'autre du niveau visé. Ainsi, à la fin de 1995, la fourchette cible allait de 1 à 3 %.

L'application de la fourchette cible de 1 à 3 % a été prolongée à deux reprises. La dernière fois, en février 1998, elle a été reconduite jusqu'à la fin de 2001. À cette occasion, la Banque et le gouvernement se sont engagés à définir, d'ici la fin de 2001, la cible d'inflation à long terme qui serait compatible avec la stabilité des prix.

Même si le sujet de la stabilité des prix a déjà inspiré une littérature abondante, il est apparu qu'un examen plus approfondi de certaines questions clés, de nature technique, pourrait être d'un concours précieux lorsque viendrait le moment de décider du niveau de la cible à long terme. Les conséquences de la rigidité à la baisse des salaires nominaux et les mérites relatifs de cibles fondées sur le niveau des prix et sur le taux d'inflation demeurent deux questions à résoudre. Un autre point d'importance capitale a trait à l'appréciation qu'il convient de faire de tous les éléments du problème pour se former une opinion sur la cible à adopter à long terme. Le séminaire tenu en juin 2000 visait à faire progresser les connaissances de la Banque à l'égard de ces trois questions. Un survol des thèmes débattus au séminaire est présenté ci-après; chacune des études du présent ouvrage est ensuite décrite plus en détail.

Si les taux de salaire nominaux sont rigides à la baisse, un bas taux d'inflation risque d'influer sur l'ajustement des marchés du travail, voire sur le taux de chômage d'équilibre. La question de la rigidité à la baisse des salaires nominaux est donc cruciale pour qui souhaite déterminer la cible appropriée de la politique monétaire à long terme. Étant donné les conclusions très différentes auxquelles aboutissent les chercheurs tant au sujet du degré de rigidité des salaires nominaux que de son incidence sur l'emploi, la question mérite d'être analysée plus à fond². L'étude de Jean Farès et Thomas Lemieux sur la rigidité à la baisse des salaires nominaux et celle de Paul Beaudry et Matthew Doyle sur la forme de la courbe de Phillips en régime de faible inflation abordent cette question sous des angles différents³. Farès et Lemieux tentent de déceler une rigidité à la baisse dans les données salariales pour voir si la courbe de Phillips des *salaires* s'est aplatie durant la période de faible inflation des années 1990. Dans le volet empirique de leur étude, Beaudry et Doyle cherchent à déterminer si la pente de la courbe de Phillips des *prix* se modifie lorsque l'inflation se situe à de bas niveaux et si cette modification est attribuable à une rigidité à la baisse ou à un autre facteur.

Dans deux des autres études présentées, les auteurs compareraient un régime dans lequel le taux d'inflation est pris pour cible et un régime axé sur la poursuite d'une cible de niveau des prix (définie de manière à inclure un sentier de croissance tendancielle). Dans la première, Dinah Maclean et Hope Pioro mettent à contribution le principal modèle de prévision et d'analyse de politique utilisé à la Banque du Canada pour examiner si l'introduction d'une cible fondée sur le niveau des prix dans la règle de conduite de la politique monétaire influerait sur la variabilité de la production et de l'inflation. Dans la seconde, Richard Barnett et Merwan Engineer font un tour d'horizon des travaux théoriques afin d'établir dans quelles conditions une cible formulée en fonction du niveau des prix est préférable à une cible exprimée par rapport au taux d'inflation.

Deux autres études ont abordé dans une optique plus large les différents enjeux, dont la question du choix de la poursuite d'une cible de niveau des prix ou d'inflation et celle du niveau optimal du taux d'inflation à long terme. Frederic Mishkin a donné le coup d'envoi en se penchant sur ces questions à la lumière des observations disponibles à l'échelle internationale. Le Canada a été le deuxième pays à adopter des cibles explicites en matière d'inflation en 1991. Depuis, plusieurs autres nations industrielles, de même que certaines économies émergentes, ont fait de même. L'expérience vécue par ces pays est pleine d'enseignements pour le Canada à la veille de définir la cible de la politique monétaire à long terme. Invité à conclure le colloque, Michael Parkin s'est attaché à déterminer le genre de cible sur lequel la politique monétaire devrait prendre appui pour favoriser au maximum le bien-être économique des Canadiens.

Certaines questions importantes touchant le choix d'une cible à long terme ne figuraient pas expressément au programme du séminaire⁴. L'une d'elles a trait aux implications pour la politique monétaire du plancher limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro. Pour se renseigner là-dessus, on peut consulter les nombreux travaux effectués à l'étranger sur le sujet ainsi que les travaux antérieurs portant sur le Canada⁵.

Évaluation critique et empirique de la rigidité à la baisse des salaires nominaux au Canada

Jean Farès (Banque du Canada)

et Thomas Lemieux (University of British Columbia)

L'un des arguments qui militent en faveur du choix d'une cible d'inflation supérieure à zéro repose sur l'hypothèse que les taux de salaire nominaux sont rigides à la baisse. Si ceux-ci sont rigides et que l'inflation est faible, les salaires réels (c'est-à-dire les salaires mesurés par rapport aux prix) pourraient ne baisser qu'à un rythme très lent après une diminution de la demande de travail. Dans le modèle classique simple, moins les salaires réels s'ajustent, plus l'emploi chute par suite du recul de la demande. Toutefois, la rigidité à la baisse des salaires nominaux ne fait pas obstacle au processus d'ajustement si l'inflation est suffisamment rapide, puisque la réduction des salaires réels peut alors être obtenue au moyen d'une hausse du niveau des prix. Selon certains observateurs, la fixation de la cible d'inflation à un niveau trop faible entraînerait donc une augmentation permanente du chômage dans une économie soumise de temps à autre à des chocs négatifs de demande. À la lumière d'un examen de la littérature, Farès et Lemieux concluent qu'il existe effectivement des signes de rigidité à la baisse des salaires au niveau microéconomique, mais qu'il n'est pas certain que cette rigidité se répercute vraiment sur les salaires et l'emploi au niveau global.

Farès et Lemieux cherchent avant tout à recueillir de nouveaux indices au sujet de l'incidence globale de la rigidité des salaires nominaux au Canada. Comme des plafonds salariaux (en termes nominaux) sont plus susceptibles d'avoir un effet contraignant quand l'inflation se situe à de bas niveaux, la rigidité à la baisse des salaires nominaux signifie qu'une diminution donnée de la demande provoquera une réduction des salaires réels moins marquée en période de faible inflation. C'est pourquoi les auteurs entreprennent de déterminer si la courbe de Phillips des « salaires réels » — définie par la relation entre la progression des salaires réels et le taux de chômage — s'est aplatie pendant la période de faible inflation des années 1990.

Leurs tests empiriques portent sur des données salariales élaborées à partir de l'Enquête sur les finances des consommateurs de Statistique Canada. Cette base de données fournit toute une gamme de renseignements sur les travailleurs : salaire, capital humain (âge, niveau de scolarité, etc.) et caractéristiques des emplois occupés (secteur d'activité, catégorie professionnelle, ancienneté, etc.). Les auteurs font remarquer que les chiffres bruts de l'Enquête donnent probablement une idée exagérée de la rigidité réelle du taux de croissance des salaires globaux au cours du cycle, puisque le niveau moyen de qualification de la population active a tendance à baisser en période d'expansion et à augmenter en période de récession⁶. Ils font par conséquent appel à des méthodes de régression et aux données sur le capital humain et les caractéristiques d'emploi pour corriger les chiffres bruts de l'effet des changements dans la composition et les qualifications de la population active. La correction a été apportée aux données relatives au salaire réel qui ont été obtenues en divisant le salaire nominal par l'IPC. Les auteurs montrent que la série corrigée affiche plus de flexibilité sur l'ensemble du cycle que la série non corrigée, comme ils s'y attendaient.

Farès et Lemieux estiment leur équation de salaire au moyen de données agrégées relatives à la progression des salaires réels corrigés au Canada et dans les différentes provinces entre 1982 et 1997. Selon eux, la prise en compte des variations du taux de chômage entre provinces permet d'améliorer l'estimation de la pente de la courbe de Phillips. Les estimations établies à l'échelle tant nationale que provinciale indiquent que la pente de la courbe de Phillips des salaires réels n'a pas changé durant la période considérée. Les auteurs en concluent que la rigidité à la baisse des salaires nominaux ne semble pas avoir eu d'incidence appréciable sur l'évolution globale des salaires et de l'emploi durant la période de faible inflation qui a suivi l'année 1991 au Canada.

Farès et Lemieux examinent aussi les variations cycliques des salaires que touchent différentes catégories de travailleurs. Les salaires réels des travailleurs relativement âgés et ayant de plus longs états de service sont restés relativement constants, peu importe l'inflation. Les auteurs en déduisent que les bas taux d'inflation observés pendant les années étudiées n'ont pas eu pour effet d'accentuer la rigidité des salaires réels à cause de l'existence d'un plancher empêchant la réduction des salaires nominaux. En outre, comme les salaires réels des jeunes travailleurs et des nouveaux employés semblent assez flexibles durant le cycle, ils en concluent que les salaires nominaux de ces deux groupes ne sont guère rigides à la baisse. Ils sont d'avis que ces données plus détaillées aident à comprendre pourquoi la rigidité des salaires nominaux ne paraît pas avoir beaucoup influencé l'évolution globale des salaires réels.

Qu'est-il arrivé à la courbe de Phillips au Canada dans les années 1990?

Paul Beaudry et Matthew Doyle (University of British Columbia)

La hausse de l'IPC s'est ralentie au Canada au début des années 1990 puis s'est stabilisée à un niveau proche de 1,5 % en moyenne durant le reste de la décennie. Étant donné que, d'après la plupart des estimations, le marché des biens et services se caractérisait par un excédent persistant de l'offre pendant cette période, il est logique de se demander pourquoi l'inflation n'a pas régressé tout le long des années 1990. L'une des raisons avancées est que, les cibles devenant de plus en plus crédibles, les attentes d'inflation se sont focalisées sur le point médian de la fourchette cible⁷. Il se pourrait aussi que l'effet d'un excédent donné de l'offre sur l'inflation ait été moins marqué durant la dernière décennie que dans le passé. Cette seconde hypothèse signifie, en termes techniques, que la pente de la courbe de Phillips des « prix » — définie par la relation entre l'inflation et l'écart de production — aurait diminué ces dernières années. Certains observateurs ont émis l'opinion qu'un tel changement de pente est le signe d'une rigidité à la baisse des salaires nominaux. Il importe donc de comprendre le comportement récent de la courbe de Phillips au Canada et de cerner la source des changements qu'elle aurait pu subir en période de faible inflation.

Beaudry et Doyle essaient de déceler un changement de la pente de la courbe de Phillips à l'aide de données portant sur le Canada et les États-Unis et couvrant la période 1961-1999. Selon leurs résultats empiriques, cette pente aurait diminué dans les deux pays après avoir atteint un maximum au début des années 1980. La baisse de la pente estimée de la courbe de Phillips a été particulièrement prononcée au Canada au cours des années 1990. Alors qu'une interprétation classique imputerait cette baisse aux

mécanismes d'établissement des salaires et des prix en place, Beaudry et Doyle soutiennent qu'elle est plutôt attribuable à des modifications du comportement des autorités monétaires.

Pour appuyer leur thèse, Beaudry et Doyle élaborent un modèle théorique décrivant le comportement des autorités monétaires dans un contexte où celles-ci disposent d'une information incomplète concernant les chocs de productivité (ou d'offre). Dans ce modèle, l'inflation ne s'écarte de son niveau cible que si la banque centrale s'est trompée dans l'estimation du choc de productivité au cours de la période précédente. Le modèle produit donc une courbe de Phillips qui s'aplatit à mesure que la banque centrale apprend à mieux déceler les chocs de productivité et à commettre moins d'erreurs. Les auteurs en concluent que la diminution de la pente observée dans les données pourrait être due au fait que les autorités monétaires arrivent maintenant mieux à détecter les chocs d'offre qui secouent l'économie et y réagissent de façon plus appropriée. À l'appui de leur interprétation, Beaudry et Doyle soulignent que les économistes se sont mis à attacher davantage d'importance aux variations de l'offre après les chocs pétroliers des années 1970⁸.

Beaudry et Doyle envisagent plusieurs autres hypothèses susceptibles d'expliquer cette diminution de la pente. Tout d'abord, si la politique monétaire avait été menée dans le seul but de stabiliser les prix, il est probable que la stabilité accrue de l'inflation aurait été obtenue moyennant une variabilité plus grande de la production. Or, les auteurs montrent bien que la variance de l'écart de production n'a pas augmenté pendant la période où la pente de la courbe de Phillips diminuait.

Selon une autre hypothèse en vogue, l'aplatissement de la courbe de Phillips serait attribuable à l'effet de la rigidité à la baisse des salaires nominaux en régime de faible inflation. Ainsi, la courbe de Phillips deviendrait non linéaire à de bas taux d'inflation, et la portion de celle-ci qui correspond à une offre excédentaire serait encore plus aplatie⁹. Les auteurs montrent toutefois que la diminution de la pente ne s'est pas limitée à cette partie de la courbe. Ils en déduisent que les données ne permettent pas d'expliquer le changement de pente observé par une rigidité à la baisse des salaires nominaux.

Quand convient-il de prendre le niveau des prix pour cible?

*Richard Barnett (University of Arkansas)
et Merwan Engineer (University of Victoria)*

Toute une série d'études ont été consacrées ces dernières années aux mérites relatifs des règles prenant pour cible le niveau des prix et des règles axées sur la réalisation d'un taux d'inflation précis. Selon le point de vue traditionnel, la poursuite d'une cible fondée sur le niveau des prix réduit les coûts liés à l'incertitude entourant le niveau des prix à long terme, mais la nécessité de ramener celui-ci au sentier souhaité après un choc se traduit par une plus grande variabilité de la production que si la cible est exprimée en fonction de l'inflation. Des travaux récents semblent au contraire indiquer qu'une cible basée sur le niveau des prix exercerait sur les attentes d'inflation une influence qui réduirait la variabilité de l'inflation et accroîtrait le bien-être économique¹⁰. Barnett et Engineer passent en revue ces travaux afin de soupeser les arguments invoqués en faveur de la formulation de cibles par rapport au niveau des prix.

Les auteurs définissent une politique prenant le *niveau des prix* pour cible comme un régime où la banque centrale établit un sentier cible pour l'évolution du niveau des prix et où l'incidence de tout choc amenant celui-ci à s'éloigner du sentier visé est *complètement inversée* à long terme¹¹. D'après cette définition, la poursuite d'une cible fondée sur le niveau des prix interdit toute dérive à long terme de ce niveau par rapport au sentier visé¹². Barnett et Engineer définissent une politique prenant le *taux d'inflation* pour cible comme un régime où la banque centrale fixe le taux d'inflation à atteindre (*ex ante*), mais où l'on peut observer une dérive du niveau des prix en longue période. Leur définition inclut une politique hybride où l'effet des chocs sur le niveau des prix est en partie inversé.

Barnett et Engineer concluent que les avantages liés à l'adoption d'une politique prenant le niveau des prix pour cible dépendent de divers facteurs. La banque centrale peut-elle s'engager de manière crédible à l'égard de sa politique future ou établit-elle de façon discrétionnaire un nouveau plan d'action au début de chaque période? Peut-elle agir sur le taux d'inflation courant? Comment les attentes d'inflation sont-elles formées? Les auteurs envisagent deux types d'attentes relatives à l'inflation. Les attentes sont « prospectives » si l'inflation future attendue influe sur l'arbitrage entre l'inflation et l'écart de production. Elles sont « prédéterminées » si l'arbitrage à opérer durant la période en cours dépend du taux d'inflation que l'on s'attend à observer pendant cette période¹³.

Les auteurs examinent d'abord le cas où la banque centrale peut s'engager de manière crédible au sujet de sa politique future. Si la banque centrale peut agir sur les variables courantes et que les attentes sont entièrement prospectives, la politique optimale en situation d'engagement de la part des autorités consiste à formuler la cible en fonction du niveau des prix¹⁴. Dans ce cas, l'adoption d'un tel régime permet d'améliorer l'arbitrage entre l'inflation et la production durant la période en cours parce que la réaction anticipée des autorités à une variation du niveau des prix réduit la variabilité des attentes d'inflation et, par conséquent, celle du taux d'inflation courant. De façon plus générale, si des attentes prédéterminées coexistent avec des attentes prospectives, la politique optimale consiste à établir une cible fondée sur un taux d'inflation particulier avec dérive du niveau des prix. Dans ce cas, la politique optimale comporte cependant l'inversion, dans une certaine mesure, de l'effet des chocs sur le niveau des prix, l'ampleur de la dérive à long terme de ce dernier étant fonction inverse du poids relatif des anticipations prospectives incorporées à la courbe

de Phillips. Si la banque centrale ne peut agir sur les variables courantes à cause des délais qui caractérisent le mécanisme de transmission de la politique monétaire, la stratégie optimale est celle qui repose sur une cible exprimée à l'égard de l'inflation.

Dans l'autre cas examiné, la banque centrale est réputée agir de manière discrétionnaire lorsqu'elle ne peut s'engager de manière crédible quant à sa politique future. Barnett et Engineer concluent que, dans ce dernier cas, la formulation de la cible en fonction du niveau des prix plutôt que de l'inflation débouche sur de meilleurs résultats si l'écart de production est suffisamment persistant ou que les attentes sont entièrement prospectives.

Le rôle de la crédibilité dans les régimes prenant le niveau des prix pour cible

Dinah Maclean et Hope Pioro (Banque du Canada)

D'après des études récentes, la mise en place d'un régime prenant pour cible le niveau des prix plutôt que l'inflation peut réduire la variabilité de l'inflation et de la production si la cible choisie est parfaitement crédible. Cette hypothèse de crédibilité parfaite implique deux choses : i) les agents comprennent qu'un tel régime implique que tout écart du niveau des prix par rapport à la cible sera résorbé; ii) ils fondent leurs attentes uniquement sur la cible en question parce qu'ils croient que la banque centrale prendra les mesures nécessaires pour résorber tout écart. La cible doit absolument être crédible si l'on veut diminuer la variabilité car le fait que les agents s'attendent à ce que les mouvements du niveau des prix soient inversés a un effet stabilisateur sur l'économie¹⁵.

La condition voulant que tous les agents fondent leurs attentes uniquement sur la cible visée pour le niveau des prix est une hypothèse audacieuse, tout particulièrement durant la période qui suit la mise en place d'une telle cible. Les auteures essaient de voir dans quelle mesure la crédibilité est nécessaire pour qu'un régime basé en partie sur une cible de ce genre donne lieu à une réduction de la variabilité de l'inflation et de la production. Elles formulent à cette fin diverses hypothèses concernant le mode de formation des anticipations, avant de procéder à un examen de la variabilité de l'inflation et de la production dans le cadre d'un modèle économique soumis à des chocs répétés. Le modèle retenu est le Modèle trimestriel de prévision (MTP) de la Banque du Canada, et les chocs simulés reflètent en gros la distribution des chocs observés au Canada dans le passé¹⁶.

Les simulations font intervenir deux types de règle de conduite de la politique monétaire, qui décrivent la manière dont le taux d'intérêt à court terme devrait réagir aux chocs. La plupart des recherches effectuées dans ce domaine font appel à des règles monétaires à la Taylor dans lesquelles la banque centrale ajuste son instrument d'intervention en réaction à l'écart de production courant et à l'écart observé durant la période en cours entre le taux d'inflation effectif et le taux visé¹⁷. Afin d'étudier l'effet produit par l'adoption d'une cible reposant sur le niveau des prix, Maclean et Pioro intègrent à la règle de Taylor habituelle un écart du niveau des prix, défini par la différence en pourcentage entre le niveau des prix courant et celui qui est pris pour cible. Les attentes relatives aux prix sont représentées par la moyenne pondérée de trois composantes : une première où les anticipations des agents sont rétrospectives, une seconde où elles sont conformes au modèle et une troisième où les agents fondent directement leurs attentes sur la perception qu'ils ont de la cible visée par les autorités (hypothèse de crédibilité parfaite).

Les auteures constatent que les résultats sont sensibles au processus de formation des attentes pris pour hypothèse. Dans l'un des scénarios envisagés, les attentes d'inflation sont fortement rétrospectives ou adaptatives. L'addition à la règle de politique monétaire d'une cible fondée sur le niveau des prix ne procure pas de gain manifeste dans ce cas puisqu'elle entraîne, au mieux, un arbitrage entre une variabilité légèrement réduite de l'inflation et une variabilité nettement plus forte de la production. L'accroissement de la variabilité de la production est dû au fait que les mesures prises par la banque centrale pour ramener le niveau des prix au sentier visé induisent un cycle secondaire dans la production.

Dans un autre scénario, Maclean et Pioro attribuent un poids élevé à la composante conforme au modèle afin de rendre les anticipations fortement prospectives¹⁸. Elles montrent que, dans ce cas, l'adoption d'une règle basée en partie sur une cible exprimée à l'égard du niveau des prix peut avoir pour effet de réduire tant la variabilité de l'inflation que celle de la production, à condition que la nouvelle cible ne se substitue pas complètement à la cible définie en fonction de l'inflation. Le résultat est similaire lorsqu'une forte proportion des agents jugent la cible crédible et arriment directement à elle leurs attentes.

Ces résultats donnent à penser qu'il peut être utile de fonder en partie la règle de politique monétaire sur une cible formulée en fonction du niveau des prix si le régime est hautement crédible ou que la plupart des agents ont un comportement prospectif. Maclean et Pioro examinent aussi les conséquences de l'établissement d'une cible basée sur le niveau des prix dans des conditions moins extrêmes. Elles envisagent un processus mixte dans lequel les attentes relatives au niveau des prix sont rétrospectives à 70 %, conformes au modèle à 20 % et ancrées à 10 % sur le taux d'inflation cible perçu (lequel est représenté par la solution fournie par le modèle à l'horizon de quatre à cinq ans). Dans ce modèle, l'affectation d'un certain poids à la cible fixée à l'égard du niveau des prix a pour effet de réduire la variabilité de l'inflation et de la production si les agents qui fondent leurs anticipations sur le taux d'inflation cible perçu décident de les arrimer plutôt à la nouvelle cible. Par conséquent, une règle reposant en partie sur une cible exprimée en fonction du niveau des prix comporte des avantages même quand les attentes renferment une importante composante rétrospective.

Afin de vérifier la sensibilité de leurs résultats, Maclean et Pioro remplacent la règle de Taylor par une règle prospective basée sur l'inflation prévue. Lorsqu'elle suit une règle de ce genre, la banque centrale modifie les taux d'intérêt dès que l'inflation prévue s'écarte de la cible fixée. Les auteures constatent que les avantages d'une cible définie en fonction du niveau des prix sont plus

marqués avec la règle fondée sur l'inflation prévue qu'avec la règle de Taylor. Grâce à la dimension prospective de la règle, la réaction des autorités est plus mesurée et les variations cycliques de la production et des taux d'intérêt s'en trouvent atténées.

Maclean et Pioro font remarquer que les résultats pourraient dépendre des hypothèses adoptées à l'égard du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Dans le MTP, l'instrument d'intervention des autorités est le taux d'intérêt à court terme, la transmission à l'activité réelle étant assurée par l'*écart* entre le taux à long terme et le taux à court terme. Il se pourrait que l'adoption d'une cible basée sur le niveau des prix donne de meilleurs résultats dans les modèles où le mécanisme de transmission repose principalement sur le niveau des taux d'intérêt à long terme. Si l'activité réelle dépend des taux à long terme plutôt que de l'écart de taux d'intérêt, les modifications des attentes d'inflation pourraient avoir un effet stabilisateur plus notable sur l'activité économique.

Réflexions sur la poursuite de cibles en matière d'inflation

Frederic S. Mishkin (Columbia University)

Mishkin se penche sur d'importantes questions touchant la conception d'un régime axé sur la poursuite de cibles en matière d'inflation. Dans son analyse, il s'inspire tant de travaux théoriques que des observations recueillies dans les divers pays qui ont adopté un régime de ce genre.

Cibles basées sur le niveau des prix ou sur l'inflation

Mishkin examine tout d'abord la thèse voulant que l'adoption d'une cible définie en fonction du niveau des prix plutôt que d'un taux d'inflation favorise une meilleure tenue de l'économie. Il souligne que le recours à une cible de ce genre permet de réduire l'incertitude relative au niveau des prix en longue période et entraîne une variabilité moindre de la production dans certains modèles théoriques. Cependant, comme ce résultat dépend d'hypothèses cruciales concernant le processus d'établissement des prix et le caractère prospectif des attentes, Mishkin n'est pas du tout convaincu que la variabilité de la production diminuerait si les autorités prenaient le niveau des prix pour cible. Il ajoute que la poursuite d'une cible fondée sur le niveau des prix est de nature à entraîner des périodes de déflation plus fréquentes, qui pourraient se traduire par une instabilité des marchés financiers et avoir des retombées négatives sur l'activité économique.

Mishkin se dit en désaccord avec l'idée que la présence d'un plancher limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro empêche la politique monétaire de contrecarrer avec efficacité les chocs négatifs subis par l'économie en régime de faible inflation. Il soutient que la politique monétaire peut demeurer efficace même quand les taux d'intérêt à court terme tombent à zéro puisqu'elle peut agir sur la dépense en modifiant le prix de nombreux actifs autres que les titres de créance à court terme. Il admet néanmoins qu'elle pourrait être plus difficile à mener lorsque les taux d'intérêt nominaux touchent leur borne inférieure, en période de déflation par exemple; en pareille situation, la banque centrale ne pourrait plus appliquer sa règle habituelle de conduite de la politique monétaire (une règle de Taylor par exemple) fondée sur la modification des taux d'intérêt à court terme.

Ces préoccupations au sujet du risque de déflation conduisent Mishkin à préconiser l'adoption de cibles formulées en fonction de l'inflation plutôt que du niveau des prix. Toutefois, Mishkin recommande que des recherches soient consacrées à l'étude de politiques hybrides dans lesquelles les écarts par rapport à la cible retenue seraient compensés dans une certaine mesure au cours des périodes ultérieures. Il propose que, dans un tel régime, la banque centrale annonce à la fois une cible intermédiaire basée sur l'inflation et une cible relative au taux d'inflation moyen à maintenir sur une période plus longue (peut-être cinq ans), afin que ses objectifs soient mieux compris du public.

Valeur de la cible à long terme

L'un des arguments invoqués pour justifier une cible d'inflation supérieure à zéro est la rigidité à la baisse des salaires nominaux. Mishkin fait remarquer qu'il est possible que l'inflation facilite l'ajustement des salaires réels, mais qu'elle pourrait aussi donner lieu à une affectation inefficiente des ressources en nuisant à la détection des variations de salaires réels relatifs. Il conclut somme toute que la rigidité à la baisse des salaires nominaux n'est pas un argument convaincant en faveur de l'adoption d'une cible positive à long terme. À son avis, le risque accru de déflation milite bien davantage contre la fixation à zéro du taux cible à long terme. Il propose une cible à long terme d'environ 2 %, niveau raisonnable selon lui pour se prémunir dans une certaine mesure contre ce risque et pour tenir compte du biais de mesure que renferme l'indice des prix.

Autres questions touchant la conception du régime

La conception d'un régime axé sur la poursuite de cibles d'inflation soulève plusieurs questions, dont celles du choix de l'horizon des cibles et de la forme — valeur ponctuelle ou fourchette — que celles-ci doivent revêtir. Sur le premier point, Mishkin signale qu'un horizon trop court (d'un an par exemple) risque d'entraîner des « ratages » fréquents et d'amener la banque centrale à modifier trop souvent le niveau de son instrument d'intervention afin de respecter les cibles fixées et à accorder un poids insuffisant aux fluctuations de la production dans ses décisions. Il recommande par conséquent qu'elle vise une cible à l'horizon de deux ans (comme le fait actuellement la Banque du Canada).

D'après Mishkin, si la banque centrale choisit une fourchette au lieu d'une valeur ponctuelle, elle sera enclue à maintenir l'inflation juste à l'intérieur des limites de la fourchette au lieu de viser son point médian. Il juge donc une cible ponctuelle supérieure à une fourchette et propose de recourir à d'autres moyens pour faire comprendre au public que la banque centrale ne maîtrise pas

parfaitement l'inflation. La banque centrale pourrait par exemple publier des intervalles de confiance autour du taux d'inflation qu'elle prévoit.

Qu'avons-nous appris au sujet de la stabilité des prix?

Michael Parkin (University of Western Ontario)

Parkin cherche à déterminer quels types de cible la banque centrale devrait se fixer en ce qui concerne l'évolution du niveau des prix pour favoriser au maximum le bien-être économique des Canadiens. Il passe d'abord en revue la littérature traitant des avantages des régimes dotés de cibles officielles. Il conclut que l'adoption de cibles à l'égard de l'inflation aide à instaurer et à maintenir un climat de faible inflation en influant sur les attentes d'inflation. Il soutient en outre que l'établissement de cibles fournit un cadre propice à la stabilité macroéconomique qui : i) n'empêche pas la banque centrale d'accorder du poids à la stabilité de la production; ii) définit clairement l'objectif visé tout en laissant à la banque centrale la liberté de choisir les moyens à mettre en oeuvre pour l'atteindre; iii) tient compte des chocs persistants subis par l'offre globale. Sa conclusion est que le Canada doit continuer de fonder sa politique monétaire sur des cibles explicites.

Cibles basées sur le niveau des prix ou sur l'inflation

Parkin analyse les vertus de différents régimes de ciblage en mettant l'accent sur un résultat obtenu récemment par Svensson (1999). Faisant appel à un modèle dans lequel les variations des prix dépendent des attentes d'inflation de la période en cours, Svensson constate que la poursuite d'une cible basée sur le niveau des prix s'accompagne d'une variabilité moindre de l'inflation et d'une variabilité identique de la production (comparativement à une cible exprimée en fonction de l'inflation), ce qui représente un gain gratuit. Parkin cite un certain nombre d'études qui l'amènent à conclure que ce résultat s'applique bel et bien à l'économie, notamment celles de Dittmar et Gavin (2000) et de Vestin (2000), d'après lesquelles ce gain gratuit est également observé dans les modèles comportant des attentes d'inflation prospectives. Parkin fait toutefois observer que la fixation de cibles fondées sur le niveau des prix peut se solder par une variabilité accrue de la production si les attentes sont rétrospectives. Aussi la banque centrale devrait-elle faire preuve d'une grande transparence lorsqu'elle se fixe une cible concernant l'évolution du niveau des prix, et ce, afin que les attentes prospectives puissent s'ajuster à la politique qu'elle suit effectivement.

Valeur de la cible à long terme

Parkin est d'avis que notre connaissance des avantages procurés par une inflation nulle n'a guère progressé ces dernières années parce que ceux-ci sont difficiles à mesurer. C'est pourquoi il a centré son analyse de la valeur que devrait prendre la cible d'inflation sur les diverses raisons pour lesquelles on pourrait préférer un taux tendanciel positif à un taux d'inflation nul. L'un des arguments invoqués en faveur du choix d'une cible supérieure à zéro est que l'indice des prix qui sert à définir la cible contient un biais de mesure. Parkin conclut que, si l'existence de ce biais est le seul motif qui justifie le choix d'une valeur positive, le taux d'augmentation visé pour l'IPC devrait être de 0,5 % par an. Selon lui, l'adoption de cet objectif reviendrait à maintenir constant un indice de la « valeur de la monnaie » (IVM) qui serait égal à l'IPC corrigé du biais de mesure estimé.

Parkin se penche aussi sur les implications de la rigidité à la baisse des salaires nominaux et du plancher limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro pour le choix de la cible d'inflation. Sur le premier point, il fait ressortir deux questions qui sont reliées entre elles. i) Les données salariales permettent-elles d'estimer le degré de rigidité à la baisse? ii) Si cette rigidité existe, quels sont ses effets sur l'emploi? Pour répondre à la première question, Parkin s'inspire d'une étude récente de Smith (2000), qui fait appel à des données salariales recueillies au Royaume-Uni au cours d'entretiens annuels menés entre 1991 et 1996 auprès d'un grand nombre de travailleurs. À la différence des données du même type rassemblées dans d'autres pays (dont le Canada), celles qui concernent le Royaume-Uni renferment des renseignements qui permettent à Smith de corriger les séries brutes de divers facteurs (arrondissement, erreur de mesure et contrats annuels) pouvant les amener à donner une idée exagérée de la rigidité réelle des salaires. Après avoir procédé à ces corrections, Smith conclut que seulement 1 % des travailleurs qui ne changent pas d'emploi d'une année à l'autre ont une rémunération qui peut être considérée comme rigide à la baisse. Même si les observations faites au Royaume-Uni ne sont pas directement transposables au Canada, Parkin souligne que les séries comparables dans le cas du Canada sont analogues à celles obtenues au Royaume-Uni avant correction (pour ce qui est de la proportion de gels et de réductions de salaires); il signale également que la rigidité des salaires nominaux constatée disparaît quand on corrige les chiffres relatifs au Royaume-Uni des diverses sources d'apparente rigidité.

En ce qui concerne les effets de la rigidité sur l'emploi, Parkin évoque les travaux récents de certains auteurs, qui ont essayé de voir si la rigidité à la baisse des salaires nominaux crée un arbitrage permanent entre l'inflation et la production quand l'inflation est faible. À la lumière de ces travaux, y compris les études présentées par Farès et Lemieux ainsi que par Beaudry et Doyle, Parkin conclut que les effets de la rigidité à la baisse des salaires nominaux sur l'emploi ne semblent pas justifier le choix d'une cible positive en matière d'inflation.

Un autre argument couramment invoqué pour justifier la fixation d'une cible positive est que l'on peut ainsi diminuer la probabilité de se heurter à la borne inférieure (le zéro) des taux d'intérêt nominaux. Cette contrainte signifie que, en situation de faible inflation, la banque centrale pourrait se voir empêchée de réduire les taux d'intérêt réels autant qu'elle le souhaiterait pour contrer un choc négatif de demande. À ce propos, Parkin cite des travaux selon lesquels la politique monétaire peut influer sur la demande globale par divers canaux, même quand la borne du zéro exerce un effet contraignant sur les taux d'intérêt à court terme. Il fait

aussi remarquer que, d'après Reischneider et Williams (1999), le problème soulevé par la borne du zéro peut être atténué si les autorités monétaires peuvent s'engager de manière crédible à suivre une règle de Taylor modifiée, dans laquelle l'établissement des taux d'intérêt à court terme tient compte de l'effet des contraintes que cette borne a exercées dans le passé sur les taux d'intérêt. Plus précisément, si les agents s'attendent à ce que les taux d'intérêt à court terme soient maintenus à l'avenir à de bas niveaux pour faire contrepoids à ces contraintes, la borne constituée par le zéro n'empêchera pas les mouvements du taux à long terme (le principal taux influant sur la dépense dans le modèle de Reischneider et Williams).

Parkin envisage en conclusion trois possibilités pour le Canada après 2001 : i) la reconduction de la fourchette cible actuelle de 1 à 3 %; ii) le maintien de la cible actuelle, mais exprimée sous la forme d'un sentier visé pour l'évolution du niveau des prix; iii) l'annonce d'un taux d'inflation cible plus bas, pouvant descendre jusqu'à zéro, défini sous la forme d'un sentier visé pour le niveau des prix. Son analyse des résultats et des observations disponibles l'amène à privilégier la dernière de ces options. Il recommande qu'on vise officiellement le maintien de l'IVM à une valeur moyenne de 100, ce qui équivaudrait à laisser l'IPC s'accroître à un taux tendanciel égal au biais de mesure estimé¹⁹.

Bibliographie

- Armour, J. et A. Côté (1999-2000). « L'efficacité des règles de rétroaction aux fins de la maîtrise de l'inflation : survol de la littérature récente », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 47-61.
- Banque du Canada (1994). *Comportement des agents économiques et formulation des politiques en régime de stabilité des prix*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, octobre 1993, Ottawa, Banque du Canada.
- (1998). *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.
- Black, R., D. Coletti et S. 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. 325-368.
- Coulombe, S. (1998). « La nature intertemporelle de l'information véhiculée par le système de 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. 3-30.
- Crawford, A. et S. Hogan (1998-1999). « La rigidité à la baisse des salaires », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 29-48.
- Dittmar, R. et W. Gavin (2000). « What Do New-Keynesian Phillips Curves Imply for Price-Level Targeting? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 82 (mars-avril), p. 21-30.
- Faruqui, U. A. (2000). « Employment Effects of Nominal-Wage Rigidity: An Examination Using Wage-Settlements Data », document de travail n° 2000-14, Banque du Canada.
- Fortin, P. (1996). « Presidential Address: The Great Canadian Slump », *Revue canadienne d'Économique*, vol. 29 (novembre), p. 761-787.
- Laxton, D. et R. Tetlow (1992). *A Simple Multivariate Filter for the Measurement of Potential Output*, Rapport technique n° 59, Ottawa, Banque du Canada.
- Macklem, T. (1997-1998). « Résumé du colloque sur la stabilité des prix, les cibles en matière d'inflation et la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 61-77.
- Perrier, P. et R. Amano (2000). « Crédibilité et politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 13-20.
- Poloz, S. (1994). « Le comportement des agents économiques et la formulation des politiques en régime de stabilité des prix : Résumé du colloque », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 21-35.
- Poloz, S., D. Rose et R. Tetlow (1994). « Le nouveau Modèle trimestriel de prévision (MTP) de la Banque du Canada : un aperçu », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 23-38.
- Reischneider, D. et J. Williams (1999). *Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era*, FEDS n° 1999-44, Washington (D.C.), Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Simpson, W., N. Cameron et D. Hum (1998). « Is Hypoinflation Good Policy? », *Analyse de Politiques*, vol. 24 (septembre), p. 291-308.
- Smith, J. C. (2000). « Nominal Wage Rigidity in the United Kingdom », *The Economic Journal*, vol. 110 (mars), p. C176-C195.
- Svensson, L. E. O. (1999). « Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 31, n° 3, partie 1, p. 277-295.
- Vestin, D. (2000). « Price-Level Targeting versus Inflation Targeting in a Forward-Looking Model », inédit, Stockholm University.

1. La cible visée par les autorités dans la pratique est le taux de variation sur douze mois de l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects.
2. Voir notamment à ce sujet Fortin (1996), Simpson, Cameron et Hum (1998), Crawford et Hogan (1998-1999) ainsi que Faruqui (2000).
3. La courbe de Phillips met en relation l'inflation et une mesure de l'activité économique (telle que le taux de chômage ou l'écart de production) ainsi que d'autres facteurs, dont le taux d'inflation attendu.
4. Certaines de ces questions ont été traitées aux deux précédents colloques de la Banque sur la stabilité des prix. Les actes de ces colloques ont été publiés (Banque du Canada, 1994 et 1998); Poloz (1994) et Macklem (1997-1998) résument les thèmes abordés en ces deux occasions.
5. Black, Coletti et Monnier (1998) analysent les implications de ce plancher dans le cas du Canada. Cette question est également étudiée dans les études de Mishkin et de Parkin, publiées dans le présent ouvrage, ainsi que dans une série d'articles parus dans la livraison de novembre 2000 du *Journal of Money, Credit, and Banking*.
6. Il en est ainsi parce que les jeunes et les travailleurs moins instruits sont généralement les premiers à perdre leur emploi en période de récession.
7. Perrier et Amano (2000) étudient de façon plus approfondie la relation entre la crédibilité de la politique monétaire et les attentes d'inflation.
8. L'importance accrue accordée aux chocs d'offre transparaît dans l'historique que Laxton et Tetlow (1992) brossent de l'évolution des techniques servant à estimer la production potentielle.
9. Selon les auteurs, le changement de pente devrait se produire dans cette partie de la courbe parce que la rigidité à la baisse des salaires nominaux ne devrait pas jouer quand le marché du travail est tendu.
10. Svensson (1999), Dittmar et Gavin (2000) et Vestin (2000) ont publié récemment des études sur la poursuite de cibles exprimées en fonction du niveau des prix.
11. La cible pourrait revêtir la forme d'un niveau des prix déterminé ou d'un sentier d'évolution tendancielle du niveau des prix fondé sur un taux de croissance constant.
12. Si, par exemple, le sentier cible défini correspond à une hausse annuelle de 2 % du niveau des prix, un choc qui porterait le taux d'inflation à plus de 2 % ferait manquer la cible. Il faudrait donc que, au cours des périodes ultérieures, l'inflation passe sous les 2 % le temps nécessaire pour que le niveau des prix retourne au sentier cible.
13. Par attentes prédéterminées on entend des attentes basées sur l'information des périodes antérieures. Cette hypothèse équivaut au scénario « rétrospectif » décrit dans l'étude de Maclean et Pioro.
14. Selon la définition retenue par les auteurs, la politique optimale est celle qui minimise une fonction de perte quadratique fondée sur l'écart de production et l'écart de l'inflation par rapport à la cible. Signalons que cette définition ne tient pas compte des autres avantages pouvant découler de l'adoption d'une cible basée sur le niveau des prix, comme la réduction de l'incertitude entourant le niveau des prix à long terme.
15. Cette attente aide également à contourner la contrainte qu'impose aux taux d'intérêt réels le plancher limitant les taux nominaux à zéro. Voir Coulombe (1998).
16. Le MTP comporte un régime permanent (*steady state*) et une dynamique bien définis qui déterminent le sentier que suit l'économie lorsqu'elle passe de son état initial au régime permanent. Le modèle est étalonné en fonction des observations empiriques recueillies au sujet de l'économie canadienne. Pour une description du modèle, voir Poloz, Rose et Tetlow (1994).
17. Armour et Côté (1999-2000) examinent les règles de conduite de la politique monétaire.
18. Ce scénario implique que la plupart des agents connaissent la structure de l'économie, la nature des chocs et la règle de conduite de la politique monétaire.
19. Selon Parkin, on pourrait également omettre dans l'IVM les composantes très volatiles de l'IPC (à condition qu'elles soient de moyenne zéro sur une période relativement courte), les prix sensibles aux taux d'intérêt et les effets de première vague des modifications des impôts indirects.