

Commentaires

Michael B. Devereux

L'un des défis auxquels font face les banques centrales qui cherchent à réduire l'inflation consiste à faire valoir au public les avantages que présentent de faibles taux d'inflation moyens, alors que les coûts immédiats d'un resserrement monétaire ne sont que trop évidents. L'étude de Black, Coletti et Monnier porte précisément sur les questions que les autorités doivent se poser, selon moi, lorsqu'elles envisagent une politique de désinflation. Quels sont les coûts de cette politique? Quels en sont les avantages? Et comment les deux se comparent-ils?

Les auteurs traitent ces questions de façon exhaustive et équilibrée. Leur principal apport est de présenter un cadre de comparaison cohérent des coûts et des avantages.

J'aimerais faire observer en premier lieu qu'il ne s'agit pas d'une question secondaire, loin de là. L'analyse que présentent les auteurs les oblige à rassembler les renseignements que l'on possède au sujet de la réaction à court terme de l'économie aux modifications de la politique monétaire et à les comparer avec ce que l'on sait des effets que l'inflation exerce à long terme par le jeu de divers mécanismes. L'objectif est si ambitieux que l'on ne saurait s'attendre à ce que cette étude épuise le sujet. Cependant, elle apporte assurément une contribution des plus utiles au débat.

Voici l'essentiel du raisonnement soutenu par les auteurs. Étant donné la rigidité des valeurs nominales, la désinflation, même si elle est parfaitement crédible, entraînera vraisemblablement un manque à produire. La réduction de l'inflation comporte un « ratio de sacrifice ». Par contre, une

réduction permanente de l'inflation anticipée aura pour effet d'accroître le bien-être en diminuant la ponction qu'exerce l'inflation sur les encaisses, en éliminant les activités coûteuses qu'entreprennent les agents économiques pour se soustraire à ses effets et en atténuant les pertes d'efficience liées à son incidence dans un régime fiscal non indexé. Le défi consiste à mesurer convenablement les effets, négatifs et positifs, de la désinflation sur le bien-être au moyen d'une unité commune. À cette fin, les auteurs proposent une mesure du bien-être qui représente l'utilité totale (en logarithme) d'un consommateur représentatif sur l'ensemble de sa vie du point de vue des effets de la désinflation sur la consommation.

Les coûts de la désinflation sont calculés au moyen du Modèle trimestriel de prévision (MTP) de la Banque du Canada. Ces coûts sont temporaires, mais ils peuvent se révéler très persistants si la désinflation a un effet d'hystérèse sur le taux de chômage non accélérationniste (TCNA). Ils peuvent aussi être relativement importants. Dans le scénario de base, ils s'établissent à 4 % d'après la mesure de bien-être choisie. Si, toutefois, la désinflation a des effets d'hystérèse qui se traduisent par une augmentation du TCNA, ce chiffre passe à 11 %.

Étant donné que le MTP (dans sa version de régime permanent) est superneutre à l'égard de l'inflation, les avantages de la désinflation doivent être tirés de la littérature consacrée aux coûts de l'inflation sur le plan du bien-être. Cette littérature est extrêmement abondante, puisqu'elle remonte à Bailey (1956) et à Friedman (1969); comme on peut s'y attendre, les estimations chiffrées de ces coûts varient énormément, allant de 0 à 400 % selon l'unité de mesure retenue.

Les auteurs comparent les coûts et les avantages avec impartialité et hésitent à se prononcer de façon catégorique. Cependant, il ressort clairement des Figures 4, 5 et 6 que les coûts de la désinflation sur le plan du bien-être sont inférieurs aux avantages selon la majorité des estimations fournies par la littérature, du moins quand le ratio de sacrifice est faible, et plus particulièrement lorsque l'inflation introduit des distorsions dans le régime fiscal. En fait, la principale conclusion que je retiens de cette étude est que l'interaction de l'inflation et d'un régime fiscal non indexé milite fortement en faveur d'une réduction de l'inflation, même si cela se traduit par des coûts assez élevés à court terme.

Je traiterai d'abord de la méthodologie adoptée par les auteurs pour analyser les coûts et les avantages de la désinflation, avant d'évoquer des éléments qui ne sont pas pris en compte dans leurs calculs, mais pourraient sembler importants dans l'évaluation d'une politique de désinflation.

Méthodologie

Les auteurs ne tiennent guère compte des effets transitoires dans leur comparaison des coûts et des avantages de la désinflation. Or, lorsqu'on veut évaluer les effets nets d'une modification des impôts sur le bien-être, il importe de calculer l'intégrale sur la totalité de l'horizon. Par exemple, dans certains des modèles recensés, une diminution de l'inflation favorise une hausse de la productivité ou du taux de croissance en longue période. Pour que cela se matérialise, cependant, il faut peut-être une période d'investissement élevé. Le calcul des avantages de la désinflation sur le plan du bien-être repose sur une analyse des effets à long terme de cette dernière sur la croissance. Comme les effets transitoires sont laissés de côté, ces avantages pourraient bien être surévalués. Une étude de Love et Wen (qui doit bientôt paraître) montre que les effets à court terme peuvent jouer un rôle important dans le calcul des avantages d'une réduction de l'inflation sur le plan du bien-être. Bien entendu, étant donné la méthodologie adoptée par les auteurs, il ne leur était pas vraiment possible de calculer les effets transitoires, puisqu'il leur aurait fallu pour cela disposer d'un modèle structurel complet relatif aux effets à court et à long terme de l'inflation.

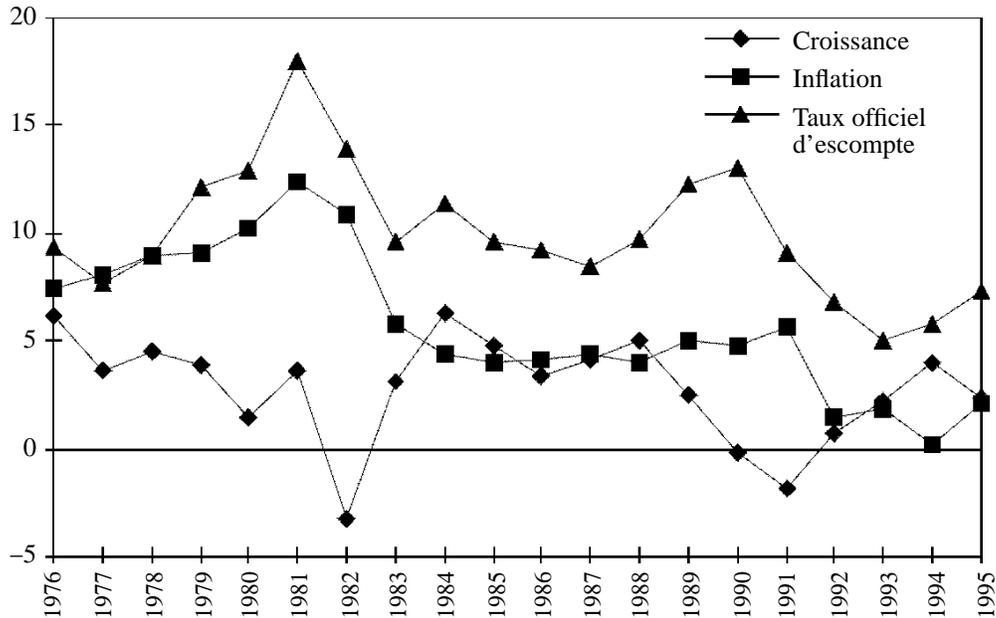
L'absence d'un modèle complet pose également une question plus fondamentale. Peut-on valablement comparer les coûts et les avantages de la désinflation lorsqu'ils sont tirés de modèles totalement différents, qui reposent sur des hypothèses structurelles dissemblables? Peut-être est-il difficile de modifier le MTP pour tenir compte des effets de l'inflation en longue période, mais une solution de rechange consisterait à choisir un modèle dynamique simple d'équilibre général, du genre des modèles utilisés pour estimer les coûts de l'inflation sur le plan du bien-être, et à y introduire une forme quelconque de rigidité des valeurs nominales afin de saisir les effets à court terme de la désinflation. En fait, on trouve quelques exemples de cette approche dans la littérature. Ireland (1995) se penche sur la trajectoire optimale de désinflation à l'aide d'un modèle d'ajustement échelonné des prix qui englobe une contrainte de paiement au comptant. Dans la foulée de Calvo (1983), King et Wolman (1996) élaborent un modèle de cycle économique comportant un processus de détermination des prix, où la monnaie intervient par l'entremise d'une fonction relative au « temps de magasinage ». L'avantage de cette méthode plus complète ne tient pas uniquement au fait que les coûts et les avantages de la désinflation peuvent être intégrés dans un même cadre. Cette méthode permet aussi de se pencher sur un grand nombre de questions annexes intéressantes, comme le profil et le rythme optimaux de la désinflation ou encore le choix entre une politique gradualiste et une désinflation brutale.

Ces études soulèvent un point important, à savoir que l'échelonnement des ajustements de prix n'implique pas nécessairement un

ratio de sacrifice. Dans le modèle d'Irlande, une désinflation crédible stimule même l'économie! Ball (1994a) obtient un résultat analogue. Cela est possible parce que la désinflation suppose non pas une réduction absolue du stock de monnaie, mais un ralentissement de l'expansion monétaire. Si la politique de désinflation annoncée est crédible, la réaction des décideurs de prix entièrement rationnels peut être si forte que le niveau des prix baisse suffisamment pour stimuler la demande globale. Cet effet n'est pas observé dans le MTP parce que le caractère prospectif du processus d'établissement des prix qui y est défini est relativement faible. Un mécanisme d'ajustement partiel des prix est incorporé à l'équation de détermination des prix du MTP de manière à engendrer une réaction de la production aux chocs monétaires plus conforme à la réalité. Peut-être ce mécanisme permet-il de saisir de façon indirecte le rôle que les facteurs de crédibilité qui ne sont pas représentés dans le modèle jouent dans l'ajustement aux modifications de la politique monétaire. Ireland (1995) montre que, si un ralentissement du rythme d'expansion monétaire n'est pas entièrement crédible aux yeux du secteur privé, il entraînera une récession économique. Dans la mesure où la désinflation peut en soi modifier progressivement la crédibilité de la politique monétaire, il se pourrait que le MTP surévalue les effets à court terme de la désinflation. Je reviendrai plus loin sur les questions de crédibilité.

Pour en revenir au cœur de l'étude, je dois dire que je m'interroge toujours sur la validité de la comparaison des coûts et des avantages de la désinflation. À mon avis, l'un des principaux problèmes à cet égard tient à l'asymétrie de l'information qui sert à l'évaluation de ces coûts et avantages. Nous connaissons les coûts de la désinflation de manière relativement précise. Les économistes conviennent pour la plupart qu'une politique monétaire restrictive et des taux d'intérêt élevés freinent l'économie, même s'ils n'en connaissent pas forcément la raison exacte. La Figure 1 illustre le ratio de sacrifice calculé dans le cas du Canada pour les vingt dernières années. Comme on le sait, le taux de croissance a touché un creux peu après que le taux officiel d'escompte eut atteint un sommet, en 1981 puis à nouveau en 1990. Les estimations plus formelles du ratio de sacrifice (voir Ball, 1994b) révèlent une assez grande stabilité de ce dernier aussi bien d'une période à l'autre, lorsqu'on considère un pays déterminé, que d'un pays à l'autre.

En ce qui concerne les effets à long terme de la désinflation, les résultats sont à mon avis beaucoup moins précis. Cela tient principalement à la forte variabilité des coûts estimés à l'aide de modèles économétriques. Les estimations que génèrent les modèles d'équilibre général étalonnés

Figure 1**Ratio de sacrifice au Canada**

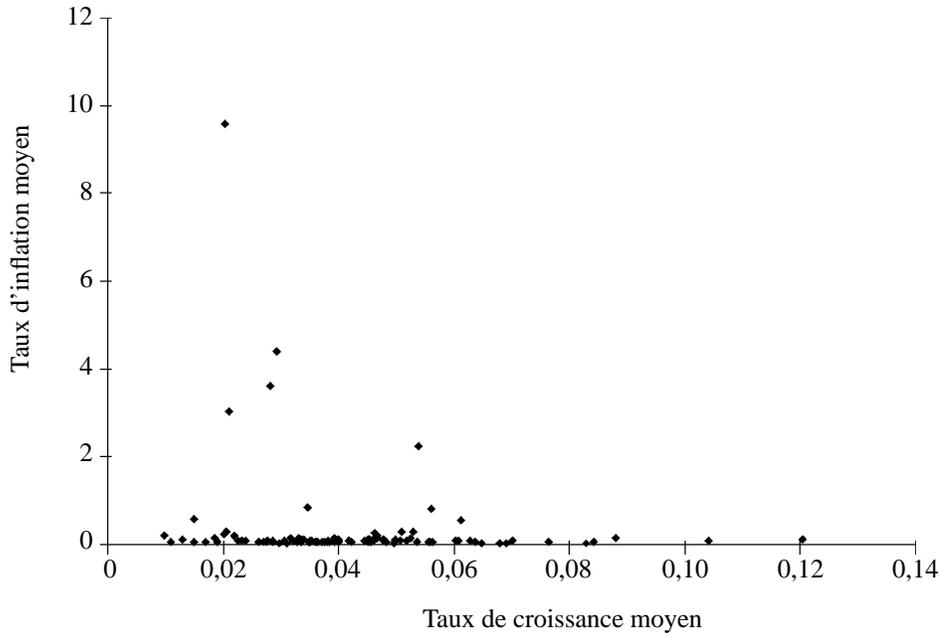
Source : Statistique Canada, CANSIM

varient légèrement en fonction des hypothèses adoptées en matière de technologie, d'élasticités de substitution et de contraintes budgétaires. Cependant, la dispersion des estimations présentées au Tableau 6 de l'étude est beaucoup moins forte que celle que l'on observe aux Tableaux 8 et 9. Il faut de toute évidence trouver un moyen de définir un intervalle de confiance autour de ces chiffres.

En ce qui concerne les régressions de type transversal, nous devrions selon moi être très prudents. La relation négative qui est estimée entre l'inflation et la croissance provient en très grande partie d'une poignée de pays à inflation très élevée. Les Figures 2a-2d présentent des données brutes au sujet des taux d'inflation et de croissance moyens tirées de la base de données de la Banque mondiale. Lorsque les pays sont considérés dans leur ensemble, la relation observée entre l'inflation et la croissance est négative, mais elle est manifestement imputable à la présence d'observations aberrantes. Dans le cas des pays de l'OCDE et de l'Union européenne, la relation est positive. Barro (1996) ainsi que Bruno et Easterly (1996) constatent que, quand l'inflation est inférieure à un taux déterminé (20 % pour Barro, 40 % pour Bruno et Easterly), les données ne révèlent pas de relation significative entre l'inflation et la croissance.

Figure 2a

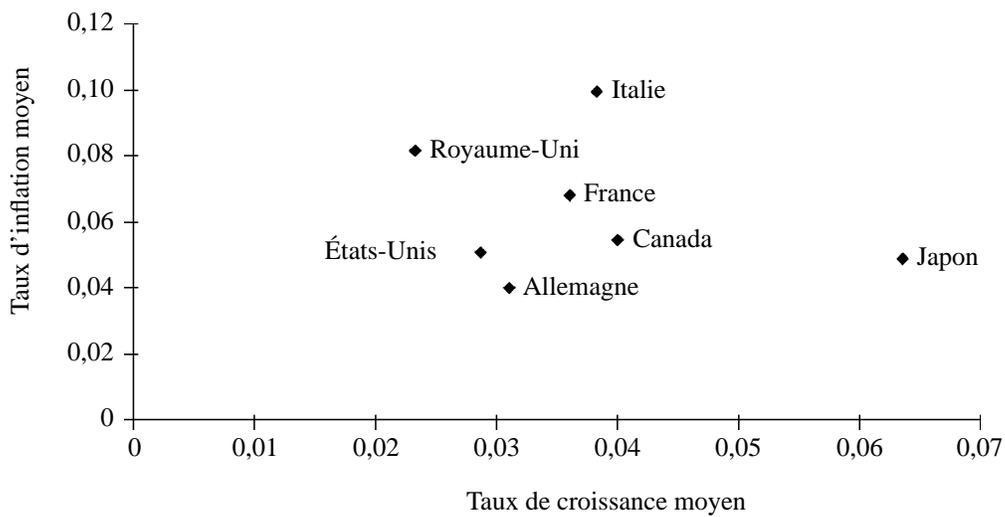
Inflation et croissance, ensemble des pays (1961-1991)



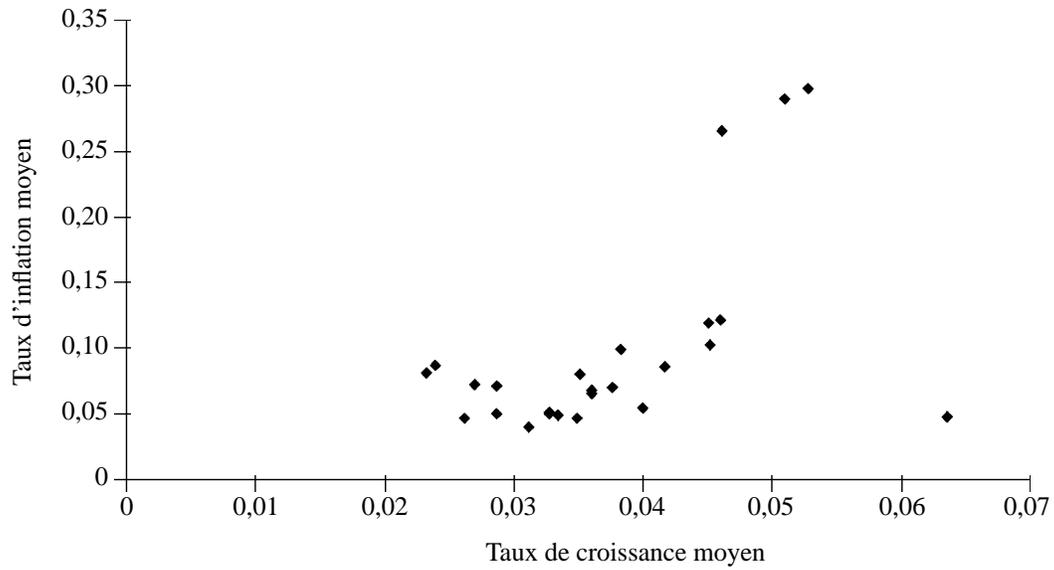
Source : Base de données de la Banque mondiale

Figure 2b

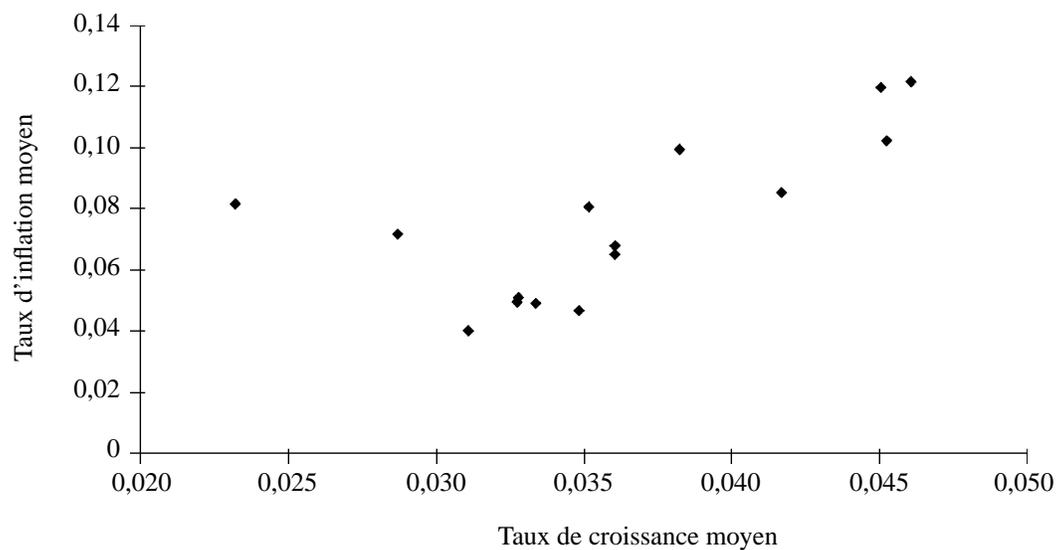
Inflation et croissance, pays du Groupe des Sept



Source : Base de données de la Banque mondiale

Figure 2c**Inflation et croissance, pays de l'OCDE (1961-1991)**

Source : Base de données de la Banque mondiale

Figure 2d**Inflation et croissance, 15 pays de l'Union européenne (1961-1991)**

Source : Base de données de la Banque mondiale

Je serais porté, personnellement, à écarter totalement les estimations économétriques. Nous comparerions alors des éléments vraiment comparables, puisque les coûts aussi bien que les avantages seraient produits par des modèles étalonnés. Les auteurs le reconnaissent en fait dans les comparaisons qu'ils présentent aux Figures 4, 5 et 6, puisque les estimations provenant d'études économétriques en sont exclues.

Autres questions

Depuis les travaux novateurs de Sargent au début des années 80, la crédibilité de la politique économique occupe un rôle de premier plan dans l'analyse des répercussions d'une contraction monétaire. Les effets de crédibilité sont absents de l'étude de Black, Coletti et Monnier — et on peut le comprendre, puisqu'un modèle quantitatif d'équilibre général ne permet pas de représenter de manière simple la dynamique de la crédibilité. Il reste que l'incidence des mesures adoptées par les autorités sur la crédibilité pourrait être l'un des principaux avantages d'une politique de désinflation efficace. Une fois leur crédibilité bien établie auprès du secteur privé, les autorités monétaires sont en mesure de maintenir l'inflation à un faible niveau, en moyenne, sans devoir réagir à chaque choc de nature inflationniste par des mesures restrictives. De plus, la crédibilité de la politique monétaire considérée dans son ensemble a pour avantage supplémentaire de permettre aux autorités d'intervenir activement pour compenser les chocs, sans pour autant accentuer les anticipations d'inflation. Une question connexe est celle du rôle joué par les cibles adoptées à l'égard de l'inflation dans l'établissement de cette crédibilité. La modélisation de ces questions n'est pas encore assez avancée pour qu'on puisse les chiffrer avec le degré de précision appliqué dans cette étude. Cependant, un examen superficiel des propos tenus par les autorités monétaires semble indiquer qu'elles attachent un grand prix à la crédibilité. À preuve, les débats qui ont cours en Europe au sujet de l'Union économique et monétaire.

Un faible taux moyen d'inflation devrait aussi, selon toute probabilité, s'accompagner d'une faible variabilité de l'inflation. Dans la mesure où la variance de cette dernière fausse les décisions économiques et entraîne une mauvaise affectation des ressources, il pourrait s'agir là d'un autre avantage non négligeable. Aucune des études dont il est question à la section 3 n'aborde réellement la question de la variabilité de l'inflation, mais il convient de répéter que, en fin de compte, il s'agit peut-être là d'un élément aussi important que certains des mécanismes classiques par lesquels l'inflation réduit le bien-être.

Une autre question qui est négligée dans l'étude est celle des effets de la désinflation en matière de répartition. Nous savons qu'une récession qui

réduit la consommation globale de 2 % ne réduit pas d'autant la consommation de l'agent représentatif. En fait, elle frappe principalement certains groupes bien précis, comme les chômeurs. De même, une hausse des taux d'intérêt réels touche davantage les emprunteurs jeunes que les autres. Des considérations de ce genre pourraient infléchir de manière importante les conclusions qui sont tirées en matière de bien-être à la sous-section 2.4, où les auteurs font l'hypothèse que l'État modifie sa dette en réaction à la désinflation. Une analyse complète sur le plan du bien-être exigerait la prise en compte des effets de répartition. L'utilisation d'un modèle d'équilibre général comportant des agents hétérogènes modifierait peut-être les conclusions présentées dans l'étude.

En résumé, cette étude aborde un grand nombre des questions que soulève une analyse avantages-coûts de la désinflation, mais beaucoup de points restent sans réponse.

Comme la monnaie n'est pas directement représentée dans le MTP de régime permanent, Black, Coletti et Monnier n'ont pu se livrer à une analyse complète de l'incidence de la désinflation sur le bien-être à l'aide du modèle de la Banque. De ce fait, les résultats qu'ils présentent ont une portée limitée. Il n'en reste pas moins que les auteurs, compte tenu des contraintes auxquelles ils étaient soumis, ont très bien réussi à justifier une politique de réduction de l'inflation. J'anticipe avec plaisir une analyse complète qui ferait appel à une version plus élaborée du MTP.

Bibliographie

- Bailey, M. J. (1956). « The Welfare Cost of Inflationary Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 64, avril, p. 93-110.
- Ball, L. (1994a). « Credible Disinflation with Staggered Price-Setting », *American Economic Review*, vol. 84, mars, p. 282-289.
- (1994b). « What Determines the Sacrifice Ratio? ». In : *Monetary Policy*, publié sous la direction de N. G. Mankiw, Chicago, University of Chicago Press, p. 155-182.
- Barro, R. J. (1996). « Inflation and Growth », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 78, mai-juin, p. 153-169.
- Bruno, M. et W. Easterly (1996). « Inflation and Growth: In Search of a Stable Relationship », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 78, mai-juin, p. 139-146.
- Calvo, G. A. (1983). « Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, septembre, p. 383-398.
- Friedman, M. (1969). « The Optimum Quantity of Money ». In : *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, Aldine Publishing, p. 1-50.
- Ireland, P. N. (1995). « Optimal Disinflationary Paths », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 19, novembre, p. 1429-1448.
- King, R. G. et A. L. Wolman (1996). « Inflation Targeting in a St. Louis Model of the 21st Century », document de travail n° 5507, National Bureau of Economic Research, Cambridge (Massachusetts).
- Love, D. et J.-F. Wen. « Inflation, Welfare, and the Time-Costs of Transacting », *Revue canadienne d'Économique*, à paraître.