

Troisième commentaire

Pierre Duguay

Introduction

Permettez-moi tout d'abord d'exprimer ma gratitude à Bill Scarth pour l'hommage qu'il a rendu à notre cher ami et collègue John Kuszczak. Je tiens également à vous remercier tous — en particulier les conférenciers, les commentateurs et mes co-panélistes — d'avoir fait de ce colloque une réussite.

Le colloque a été pour nous une excellente occasion de dresser un bilan des connaissances sur d'importantes interactions qui existent entre les décisions économiques et la politique monétaire. Je vous propose de passer en revue les exposés et les commentaires à partir de quatre questions, en faisant ressortir les liens avec la politique monétaire et la recherche future :

1. Quelle est la meilleure façon de représenter empiriquement le processus d'ajustement des prix?
2. Que nous apprennent les modèles de petite économie ouverte sur l'ajustement des prix ou la politique monétaire?
3. Quelles sont les conséquences d'un choc technologique?
4. Le maintien d'un bas niveau d'inflation a-t-il eu une incidence sur le comportement du marché du travail?

1 Quelle est la meilleure façon de représenter empiriquement le processus d'ajustement des prix?

Comme Bowman et Doyle le font si judicieusement remarquer, la conduite de la politique monétaire demeure une entreprise empirique. Aussi

semble-t-il opportun de commencer notre tour d'horizon par les travaux qui portent sur les modèles empiriques d'ajustement des prix.

Dans leurs études, **Kozicki** et **Tinsley** ainsi que **Guay**, **Luger** et **Zhu** abordent des questions qui sont au cœur même des préoccupations des banques centrales. Ces dernières, en effet, sont aux prises avec les problèmes d'ordre conceptuel et empirique que posent : i) la mesure de l'écart de production, qui doit être estimé en temps réel, comme le souligne Simon van Norden; ii) la représentation des attentes; iii) la distinction entre la dynamique intrinsèque et celle qui est associée aux attentes; et iv) le choix de la mesure de l'inflation. En outre, les banques centrales cherchent à cerner les conséquences des changements de régime, et notamment des variations du degré de crédibilité de la politique monétaire, sur la dynamique de l'inflation. C'est donc avec beaucoup d'intérêt, et de profit aussi, que j'ai lu les études empiriques qui ont été présentées et suivi les discussions qui s'y rapportaient. J'aimerais maintenant vous faire part de quelques remarques.

Guay, **Luger** et **Zhu** mettent à l'essai une spécification de la courbe de Phillips des nouveaux économistes keynésiens afin d'évaluer sa capacité à rendre compte du comportement de l'inflation au Canada. Dans la formulation retenue, l'inflation est liée aux coûts marginaux réels plutôt qu'à l'écart de production. Si l'on admet l'hypothèse que ces coûts sont proportionnels à la part du revenu du travail dans la production, cette spécification a un net avantage sur la courbe de Phillips classique, en ce sens qu'elle peut s'appuyer sur des observations et non sur des estimations subjectives de la variable non observée qu'est l'écart de production. Malheureusement, il s'avère que le modèle formalisant la nouvelle courbe de Phillips keynésienne ne permet pas de représenter fidèlement la dynamique de l'inflation au Canada¹.

Voilà qui ne m'étonne pas. Dans leur schéma de détermination des prix, les nouveaux économistes keynésiens considèrent les coûts de main-d'œuvre des entreprises comme donnés. Leur modèle ne tient pas compte de la relation entre la pression de la demande et la croissance des salaires, un élément fondamental de la courbe de Phillips. Vu la nature procyclique des bénéfices, je conçois mal que la part du revenu du travail puisse constituer un indicateur adéquat de la demande excédentaire.

Je m'interroge également sur la pertinence du schéma des nouveaux économistes keynésiens pour une petite économie ouverte comme le Canada, où une proportion élevée des prix (comme ceux des matières

1. André Kurmann (2002) formule de sérieux doutes quant à la capacité du modèle d'expliquer le comportement de l'inflation aux États-Unis.

premières et des produits automobiles) est établie sur les marchés mondiaux plutôt que par les producteurs eux-mêmes. De fait, les fluctuations de l'indice implicite des prix du PIB canadien suivent en grande partie les variations des termes de l'échange, qui sont déterminées de l'extérieur. J'estime donc que, pour étoffer l'équation de prix des nouveaux économistes keynésiens afin d'expliquer l'évolution de l'indice implicite des prix du PIB canadien, il faudrait à tout le moins remplacer les prix réels des importations ou le taux de change réel par les termes de l'échange ou les prix réels des produits de base. Par ailleurs, il serait préférable d'utiliser cette équation de prix pour rendre compte de la demande finale plutôt que d'indices de prix intérieurs de la valeur ajoutée, et d'étendre la définition des coûts marginaux réels au coût des intrants intermédiaires tels que les importations. Ce qu'il faut retenir, c'est que, même si la plupart des indices globaux des prix suivent normalement la tendance générale de l'inflation, leurs variations individuelles à court terme peuvent présenter des écarts considérables.

Dans leur étude, **Kozicki** et **Tinsley** concluent que la dynamique de l'inflation est mieux appréhendée par les modèles qui — comme celui que la Banque du Canada a adopté pour effectuer ses prévisions — admettent des valeurs passées et futures de l'inflation et, peut-être aussi, de l'écart de production. Bien que je sois entièrement d'accord avec l'observation empirique de David Laidler selon laquelle les variations du chômage et de la production semblent précéder celles des prix et des salaires qui leur sont associées (Laidler, 1982, p. 129), je conçois aisément que les prix puissent être établis en fonction de la demande prévue et non seulement en fonction de l'écart de production contemporain ou passé, en particulier dans le cas des biens non périssables et des services.

La prise en compte de l'évolution anticipée de la demande aiderait à comprendre pourquoi la courbe de Phillips paraît s'être aplatie en régime de cibles d'inflation (Dupasquier et Ricketts, 1998), phénomène qui ne peut être imputé au seul fait que les attentes relatives à l'inflation sont plus solidement ancrées. Si l'on considère que la maîtrise de l'inflation joue aussi un rôle de stabilisateur économique, on voit mieux comment la pression (à la hausse ou à la baisse) exercée sur l'inflation par un écart de production donné peut être moins forte si l'on s'attend à ce que cet écart soit de courte durée.

L'idée principale qui se dégage de l'étude de Kozicki et Tinsley est qu'il est important de tenir compte des variations du point d'ancrage nominal dans la modélisation du comportement de l'inflation. La grande originalité des deux auteurs tient à leur interprétation de la persistance peu élevée de l'inflation dans les années 1990 comme un signe de la crédibilité accrue de la cible de faible inflation poursuivie par le Canada. Cette interprétation a

évidemment de quoi me séduire. En outre, elle cadre tout à fait avec les résultats d'enquêtes et les informations qualitatives, en plus de lever le voile sur le « mystère de la déflation manquante » dont fait état Pierre Fortin. Lorsque nous avons reconduit la cible d'inflation en mai 2001, nous avons tenté de consolider les progrès réalisés sur ce front en prolongeant la durée de son application, en mettant l'accent sur le point médian de la fourchette cible (2 %) et en nous engageant à expliquer tout écart soutenu de l'inflation observée par rapport à ce point médian.

2 Que nous apprennent les modèles de petite économie ouverte sur l'ajustement des prix ou la politique monétaire?

Le survol de la littérature sur les modèles d'économie ouverte des nouveaux économistes keynésiens qu'ont présenté **Bowman** et **Doyle** leur a valu les éloges des commentateurs et des participants et servira de référence pour plusieurs années à venir. J'ai été particulièrement intéressé par l'examen que font les auteurs de l'incidence des stratégies de fixation des prix dans la monnaie du producteur et dans la monnaie locale (celle des acheteurs). Il s'avère que l'importance relative de ces deux stratégies est une question capitale du point de vue de la formulation de la politique monétaire.

Les auteurs montrent que, lorsque les prix sont établis dans la monnaie du producteur — l'hypothèse généralement adoptée —, la politique monétaire devrait viser la stabilisation des prix intérieurs à la production et laisser le niveau des prix à la consommation varier avec le taux de change réel. Ils font cependant remarquer que, dans les cas où l'effet d'encaisses réelles tire à conséquence, la littérature donne à penser que la cible d'inflation devrait être formulée en fonction du taux d'augmentation de l'indice des prix à la consommation (IPC).

Lorsqu'au contraire, une grande partie des prix sont fixés dans la monnaie locale, le taux de change nominal tend à être plus volatil, car des variations plus fortes de ce dernier sont nécessaires pour modifier le prix relatif des biens importés. On peut toutefois se demander si la réaction limitée de la demande d'importations et d'exportations ne pourrait pas être compensée partiellement par une réaction plus marquée de l'offre.

Nous savons qu'une proportion considérable des producteurs canadiens (j'ai déjà parlé de ceux d'automobiles et de matières premières) se voient imposer les prix déterminés sur les marchés mondiaux. Par ailleurs, les données indiquent clairement que les prix de certains biens importés sont fixés dans la monnaie locale. Plus tôt en 2002, des employés de la Banque du Canada ont comparé dans Internet les prix de 55 produits de

consommation (dont 25 modèles de voitures) au Canada et aux États-Unis. Les prix excluaient les taxes et les frais de transport et portaient sur des produits rigoureusement identiques d'entreprises affiliées ou de grands magasins comparables dans les deux pays. Les données recueillies confirment que, dans certains cas (les automobiles, les meubles et les disques compacts, par exemple), les prix sont établis dans la monnaie locale.

Il semble bien qu'au Canada, il y ait transmission incomplète des variations du taux de change. L'interprétation que je fais de l'étude de Bowman et Doyle est donc que nous avons raison d'utiliser le taux d'augmentation de l'IPC comme cible dans la conduite de la politique monétaire. Il s'agit là d'un point important, car il fut un temps où nous nous interrogeons sur l'opportunité de privilégier une mesure de l'inflation tendancielle qui exclurait l'incidence directe estimée des fluctuations du taux de change sur les prix, comme le laisse entendre Ball (1999). Nous y avons renoncé en raison de la difficulté d'obtenir des estimations précises de ce qui apparaissait comme un phénomène en régression.

Devereux et **Yetman** avancent que cette atténuation de l'incidence des variations du taux de change sur les prix est en fait le résultat endogène de la politique de basse inflation. S'appuyant sur des données relatives à plusieurs pays, ils démontrent comment un régime d'inflation basse et stable peut réduire la fréquence des rajustements de prix et le degré de transmission des fluctuations du taux de change. Je partage les réserves des commentatrices quant aux aspects économétriques, car la régression qu'effectuent les auteurs ne représente pas tous les éléments du processus d'établissement des prix. Il n'en reste pas moins que leur argumentation est séduisante sur le plan intuitif et conforme aux faits stylisés. Par exemple, on a observé une nette diminution du degré de transmission des fluctuations du taux de change au Canada et dans de nombreux autres pays au cours des années 1990. On sait, par ailleurs, que l'inflation a connu un recul généralisé entre les années 1970 et 1980 et la décennie suivante. Par conséquent, on peut se demander s'il n'y aurait pas lieu de scinder la période examinée, en adoptant les années 1991-1992 pour point de démarcation. Il serait alors possible de comparer les coefficients de transmission estimés en régime de forte inflation et de faible inflation pour un pays donné.

Gabriel Srouf se sert du cadre rigoureux qu'offrent les modèles des nouveaux économistes keynésiens pour remettre en question les idées communément admises sur le rôle de la politique monétaire au sein d'une petite économie ouverte dont les prix sont établis sur les marchés mondiaux. Le point le plus intéressant qu'il soulève est celui de l'incidence de la mobilité intersectorielle de la main-d'œuvre sur la politique monétaire. Dans un pays au territoire aussi vaste et aux régions aussi diverses que le Canada,

cette question revient constamment sur le tapis. Une chose est sûre : la conduite de la politique monétaire peut prêter à controverse. En l'absence de mobilité de la main-d'œuvre, la politique monétaire s'avérera toujours trop restrictive pour certaines régions ou certains secteurs et trop expansionniste pour d'autres. Comme le souligne Craig Burnside dans son commentaire, les hypothèses du modèle sont peut-être trop tranchées. Il vaudrait mieux retenir un scénario intermédiaire de mobilité imparfaite faisant intervenir des coûts d'adaptation plutôt que les scénarios extrêmes de mobilité parfaite ou nulle étudiés par Srour. Le fait, indéniable, qu'une mobilité nulle empêche la politique monétaire de recréer l'équilibre obtenu en situation de flexibilité des prix ne signifie pas pour autant que la mobilité doit être parfaite pour assurer l'atteinte de cet objectif.

3 Quelles sont les conséquences d'un choc technologique?

Que se passe-t-il après un choc technologique de nature permanente? Dans le contexte de l'onde de choc provoquée au sein de l'économie mondiale par l'effondrement récent des valeurs technologiques, la conclusion avancée par **Christiano, Eichenbaum** et **Vigfusson** — à savoir que le nombre des heures travaillées augmente de façon monotone au lieu de diminuer dans un premier temps — n'a rien de très spectaculaire. Mais les échanges qui ont suivi l'exposé ont suscité un débat fascinant sur la typologie même des chocs technologiques et l'importance primordiale que celle-ci revêt pour les banques centrales. Comme Tiff Macklem l'a fait remarquer, les chocs technologiques tireraient donc à conséquence pour l'inflation mais non pour les variables réelles. Une mauvaise lecture de la situation par les responsables de la politique monétaire pourrait ainsi faire courir de graves risques à l'économie réelle.

Je dois avouer que la conclusion voulant qu'un choc technologique favorable entraîne un recul initial de la production et de l'emploi en situation de stabilité de la croissance monétaire me laisse perplexe. J'aurais plutôt pensé que, lorsqu'il y a rigidité des salaires nominaux, une réduction des prix permettrait d'écouler le surplus de production consécutif à un tel choc sans baisse de l'emploi ni de la dépense nominale. Je me serais attendu également à ce que la hausse de l'investissement résultant du choc fasse augmenter les taux d'intérêt et diminuer la demande de monnaie. Ainsi, une règle de croissance monétaire constante pourrait même coexister avec une certaine progression de la dépense nominale. Il reste à voir si cela suffirait pour permettre un relèvement de l'offre de travail dans la foulée d'une majoration des salaires réels ou s'il faudrait encore limiter, non sans peine, la croissance des salaires pour équilibrer l'offre et la demande de travail.

Quoi qu'il en soit, je ne me serais pas attendu à une baisse de l'emploi dans de telles circonstances.

Je m'interroge également sur la fonction de réaction estimée de la Réserve fédérale dans le scénario d'une politique monétaire expansionniste. Est-il plausible que cette institution ait réussi à garder l'inflation sous la barre des 3 % depuis sept ou huit ans en continuant d'appliquer une règle qui, dans les années 1970 et 1980, avait conduit à des taux d'inflation supérieurs à 10 % ? La prise en compte d'un changement de régime pourrait aider à résoudre certains des problèmes d'identification épineux qui ont été soulevés pendant la discussion.

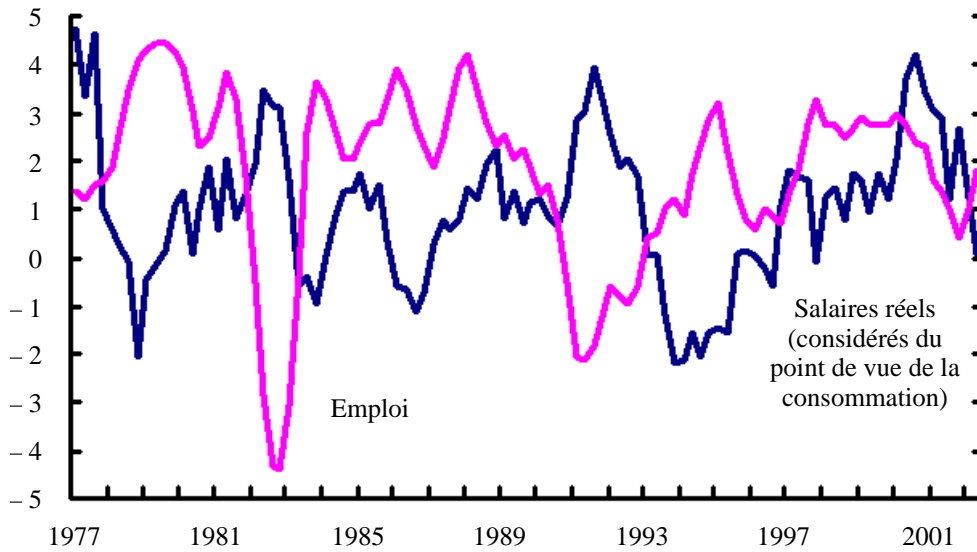
Michelle Alexopoulos étudie l'incidence des chocs technologiques favorables dans le cadre d'un modèle à participation limitée auquel elle intègre une équation formalisant le salaire d'efficience. Elle constate que les réactions du modèle sont conformes sur le plan qualitatif, bien que non identiques sur le plan quantitatif, aux prévisions du modèle classique à participation limitée, à savoir que la production, les salaires réels, l'emploi, l'investissement et les taux d'intérêt augmentent tandis que le niveau des prix diminue. L'auteure cherche à reproduire la combinaison de faible variation des salaires réels et de forte variation de l'emploi que l'on observe dans les données relatives aux États-Unis sans faire intervenir une élasticité exagérément élevée de l'offre de travail. Cet objectif en tête, elle enrichit le modèle des éléments suivants : présence d'employés qui paressent, rémunération au rendement, chômage et partage des risques. Dans l'optique de la formulation de la politique monétaire, son approche novatrice constitue une avancée réelle pour les modèles dynamiques d'équilibre général, même si, comme l'ont souligné le commentateur de l'étude et un certain nombre de participants, il serait utile d'inclure d'autres éléments de friction. Je tiens à préciser en passant que le système bancaire ne tire aucun profit de l'émission de la monnaie nationale par la banque centrale et que c'est à l'État que reviennent les recettes de seigneurage.

Le modèle étudié par Alexopoulos ne semble pas cadrer avec les données canadiennes. La Figure 1 en révèle peut-être la raison. On y observe que le degré de covariation des salaires réels et de l'emploi est beaucoup plus élevé aux États-Unis qu'au Canada, ce qui donne à penser que les chocs prédominants auraient été de nature technologique aux États-Unis alors qu'ici, ils auraient plutôt été liés à la demande.

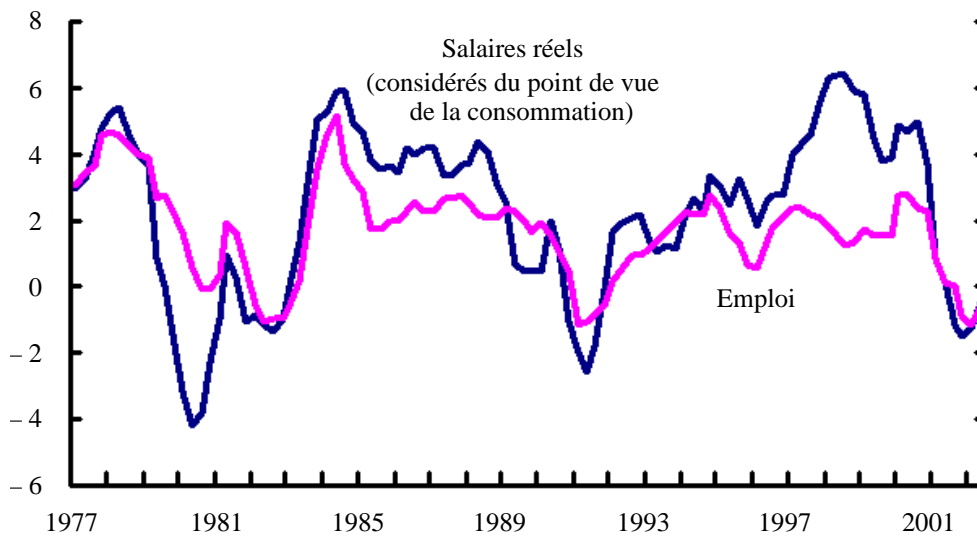
Figure 1
Croissance des salaires réels (considérés du point de vue de la consommation) et de l'emploi

Taux de variation en glissement annuel

Canada



États-Unis



4 Le maintien d'un bas niveau d'inflation a-t-il eu une incidence sur le comportement du marché du travail?

Selon certains économistes, dont Howitt (1997), le maintien de l'inflation à un niveau bas et stable devrait faciliter l'élaboration de plans et la conclusion d'engagements à long terme. **Fay** et **Lavoie** tentent d'établir si la diminution de l'incertitude relative à l'inflation a contribué à allonger la durée des contrats de travail depuis l'adoption d'une cible d'inflation. Les deux auteurs prennent soin d'envisager autant l'incertitude concernant l'économie réelle que celle entourant l'inflation et de distinguer l'incertitude de la variabilité, la deuxième n'étant pas forcément incertaine. Leurs résultats, qui corroborent ceux d'études antérieures, montrent qu'un faible niveau d'incertitude en matière d'inflation (situation habituellement associée au maintien d'un bas niveau d'inflation) s'accompagne d'un accroissement de la durée des contrats de travail, partant, d'une réduction des coûts globaux de négociation, et permet, par conséquent, de stabiliser l'inflation.

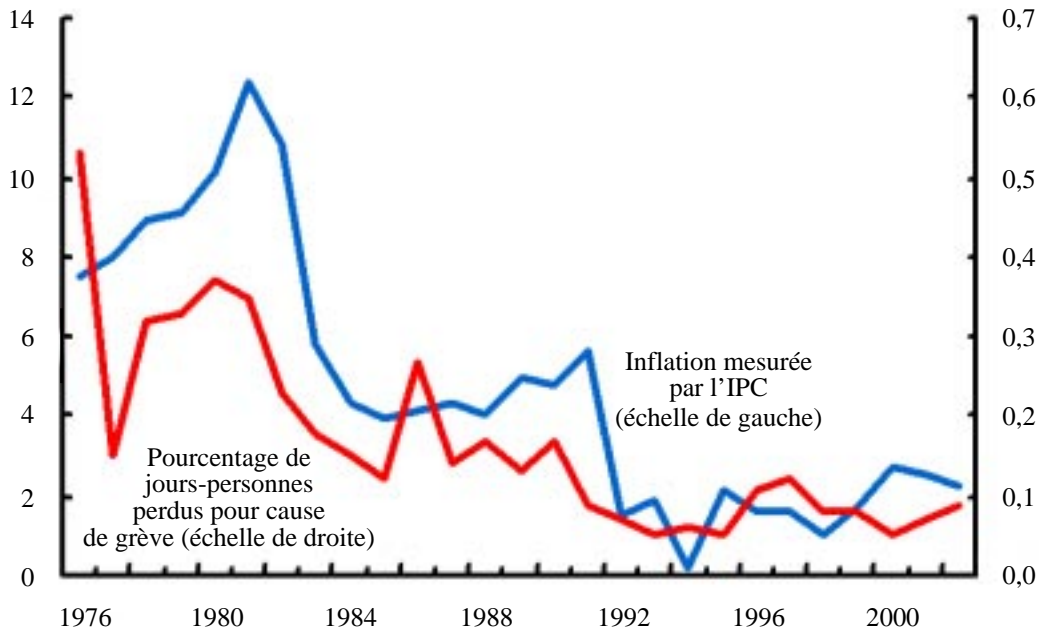
Certains participants ont mis en doute le résultat voulant que les deux types d'incertitude aient des effets asymétriques — plus précisément, un effet nul dans le cas de l'incertitude relative à l'économie réelle — sur la durée des contrats de travail. Je crois que cette asymétrie peut s'expliquer facilement. Les chocs réels ont tendance à toucher différemment les secteurs, ce qui nécessite davantage d'ajustements de la part de la production, de l'emploi et des salaires réels (considérés du point de vue du producteur) que de la part des salaires relatifs (voir les résultats empiriques de Baldwin, Durand et Hosein, 2001). En règle générale, les chocs réels ne devraient donc pas entraîner la renégociation des contrats de travail, contrairement aux chocs d'inflation, qui, eux, perturbent les salaires relatifs. Cet effet asymétrique sur la durée des contrats rappelle celui du degré d'indexation optimal en présence de chocs réels et nominaux (Gray, 1976).

Dans son étude, Howitt fait également valoir que le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible diminue l'incertitude quant aux salaires réels et relatifs, réduisant ainsi les conflits de travail et le nombre de jours-personnes perdus pour cause de grève. Cette conclusion semble étayée par les données canadiennes (Figure 2).

Conclusions

Le colloque qui s'achève avait pour objectif de faire le bilan des connaissances actuelles sur des sujets d'une portée cruciale pour la conduite de la politique monétaire. Nous avons tiré de riches enseignements d'ordre

Figure 2
Inflation et pourcentage de jours-personnes perdus pour cause de grève



conceptuel de la génération la plus récente des modèles d'équilibre général et avons fait le tour de plusieurs questions empiriques. S'il y a une leçon que tous, je l'espère, tireront de ce colloque, c'est qu'il importe de prendre en compte les changements de régime de politique monétaire dans les recherches empiriques sur le comportement de l'inflation.

En ce qui concerne les pistes de recherche pour l'avenir, je crois que Beverly Lapham et Gregor Smith ont indiqué la voie à suivre. Il faut davantage d'analyses microéconomiques du processus d'établissement des prix. On doit également acquérir une meilleure compréhension des décisions qui jalonnent la chaîne de distribution, des motifs pour lesquels les prix sont fixés dans la monnaie locale (c'est-à-dire en fonction du marché) et des différences sectorielles à cet égard. C'est dans cet esprit que les bureaux régionaux de la Banque du Canada ont décidé de mener une enquête auprès des entreprises — modelée sur celle de Blinder et coll. (1998) — afin de les interroger sur la façon dont elles fixent leurs prix et sur la monnaie dans laquelle elles le font.

Enfin, il pourrait s'avérer utile d'enrichir l'excellent tour d'horizon de la littérature qu'ont effectué David Bowman et Brian Doyle en passant en revue de gros modèles empiriques portant sur plusieurs pays.

Bibliographie

- Baldwin, J. R., R. Durand et J. Hosein (2001). « Restructuration et croissance de la productivité dans le secteur des entreprises du Canada ». *In : Croissance de la productivité au Canada*, n° 15-204-XPF au catalogue de Statistique Canada, janvier, p. 27-40.
- Ball, L. (1999). « Policy Rules for Open Economies ». *In : Monetary Policy Rules*, sous la direction de J. B. Taylor, Chicago, University of Chicago Press.
- Blinder, A. S., E. R. D. Conetti, D. E. Lebow et J. B. Rudd (1998). *Asking About Prices: A New Approach to Understanding Price Stickiness*, New York, Fondation Russell Sage.
- Dupasquier, C., et N. Ricketts (1998). « Les non-linéarités dans la relation entre la production et l'inflation ». *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. 141-186.
- Gray, J. A. (1976). « Wage Indexation: A Macroeconomic Approach », *Journal of Monetary Economics*, vol. 2, n° 2, p. 221-235.
- Howitt, P. (1997). « Low Inflation and the Canadian Economy ». *In : Where We Go from Here: Inflation Targets in Canada's Monetary Policy Regime*, sous la direction de D. Laidler, Institut C. D. Howe, coll. « Policy Studies », n° 29, p. 27-68.
- Kurmann, A. (2002). « Quantifying the Uncertainty about a Forward-Looking New Keynesian Pricing Model ». À paraître dans le *Journal of Monetary Economics*.
- Laidler, D. (1982). *Monetarist Perspectives*, Oxford, Philip Allan Publishing Limited.

