

## 2.1 POLITIQUE MONÉTAIRE ET RIGIDITÉS<sup>1</sup>

### 2.1.1 Introduction

Afin de stabiliser les prix, la politique monétaire doit évaluer la nature des différents chocs et leur impact sur l'économie: ainsi il y a des chocs réels, qui ont surtout un impact sur les prix relatifs, et des chocs nominaux, qui ont surtout un impact sur le niveau général des prix. Ces chocs peuvent également être transitoires ou permanents. De plus, l'impact de ces chocs est susceptible d'être prolongé dans le temps par l'existence de rigidités dans l'économie, source de ralentissement de l'ajustement de variables nominales (prix, salaires) ou réelles (emploi, production).

Parce que les chocs ont des effets persistants, la politique monétaire doit tenir compte non seulement de la situation présente mais aussi du passé. L'impact d'un changement de politique monétaire dépend de la combinaison de chocs qui le précède et des rigidités qui caractérisent l'économie. A noter que les rigidités prolongent aussi les effets des changements de la politique monétaire. C'est pourquoi l'impact d'une variation des taux d'intérêt peut atteindre son maximum seulement un à deux ans après sa mise en œuvre<sup>2</sup>. Ainsi, la politique monétaire doit adopter une approche prospective, adaptant les taux d'intérêt actuels à l'inflation anticipée sur un horizon futur. Finalement, les rigidités compliquent la tâche de la politique monétaire en générant des phénomènes transitoires qui éloignent l'inflation de son niveau tendanciel<sup>3</sup>.

Sur un marché donné, l'équilibre est défini comme l'égalité entre l'offre et la demande, mais cette égalité est réalisée uniquement quand le prix atteint son niveau d'équilibre. Or, les marchés sont continuellement perturbés par des chocs qui déplacent l'offre, la demande ou le prix. Les rigidités prolongent les effets de chocs, freinant ainsi le retour à l'équilibre. Au niveau de l'économie globale, l'effet d'un choc dans un marché donné se diffuse à travers les différents marchés (i.e. marché de l'emploi, des capitaux, des biens intermédiaires). Ainsi, les rigidités expliquent les délais

d'ajustement nécessaires pour que l'économie dans son ensemble s'adapte aux chocs.

Cette contribution commence par distinguer deux sortes de rigidités: celles qui affectent les variables *nominales*, telles que les prix et les salaires, et celles qui affectent des variables *réelles*, telles que l'emploi, la production ou encore le salaire réel. Ensuite, elle examine les réformes structurelles susceptibles d'atténuer ces rigidités. Ces réformes structurelles permettent d'augmenter la flexibilité et de simplifier la dynamique du système économique. En évitant l'accumulation des effets des chocs passés, une plus grande flexibilité face aux chocs réduit l'ampleur et la durée des perturbations, stabilisant l'économie et simplifiant les problèmes auxquels la politique monétaire doit faire face. En effet, dans une économie plus flexible, les autorités monétaires peuvent identifier plus facilement la source et la nature d'un choc donné parce que son impact n'est pas mêlé aux effets persistants des chocs passés. De plus, les effets des chocs de différentes périodes ont moins tendance à s'accumuler, réduisant la fréquence des perturbations importantes qui obligent les autorités monétaires à stabiliser activement l'économie.

### 2.1.2 Rigidités nominales

Sur la plupart des marchés, les entreprises changent rarement leur prix, même face à des fluctuations de la demande. La décision de maintenir le prix inchangé peut s'expliquer par des coûts matériels associés aux changements de prix. Ceux-ci peuvent être importants si chaque changement occasionne la collecte d'informations sur les prix pratiqués par les concurrents, la prise de décision sur les prix de plusieurs produits, le changement d'emballage et d'étiquetage (i.e. pour un supermarché) ou la renégociation de contrats. De plus, des changements fréquents des prix peuvent générer des coûts liés à la perte de clientèle. Mais s'il peut être rentable pour une entreprise individuelle de ne pas réagir à chaque fluctuation de la demande en adaptant son prix, la généralisation d'un tel comportement à travers l'économie se traduit par une rigidité des prix

1 Note rédigée par P. Guarda.

2 Blanchard, O. (1990) "Why Does Money Affect Output? A Survey", Ch. 15 en Friedman et Hahn (eds.) Handbook of Monetary Economics, vol. 2, Amsterdam: Elsevier Science.

3 Checchetti, S.G. et E.L. Goshen (2000) "Understanding Inflation: Implications for Monetary Policy", NBER Working Paper 7482.

au niveau macro-économique, ce qui signifie que les fluctuations de la demande induisent des fluctuations plus importantes du niveau de la production. Ainsi, même des faibles coûts associés aux changements des prix<sup>4</sup> ou des faibles déviations par rapport au niveau optimal des prix<sup>5</sup> peuvent générer une dynamique macro-économique qui ressemble au cycle conjoncturel observé dans l'économie réelle. Il faut aussi noter que la rigidité des prix signifie que la variation de la productivité à travers le cycle économique peut induire un comportement cyclique de la marge appliquée par les entreprises<sup>6</sup>.

L'analyse de données micro-économiques confirme que les changements de prix ne sont pas fréquents (même si les comportements varient à travers les différents marchés)<sup>7</sup>. En moyenne, les entreprises modifient leurs prix une fois par an. De plus, ces modifications ne sont généralement pas synchronisées par les entreprises présentes sur le même marché. Cette réalité a conduit au développement de modèles théoriques où les entreprises fixent le prix pour une période déterminée ou pour une période dont la longueur dépend de l'état du marché. Dans ces modèles, le niveau général des prix est une fonction d'un ensemble de prix individuels fixés pour des périodes échelonnées à travers le temps. Chaque entreprise fixe son prix en fonction des prix fixés dans le passé par certains de ses concurrents mais aussi en fonction de ses propres anticipations quant aux prix qui seront fixés dans le futur par d'autres concurrents.

Evidemment, ces considérations peuvent également s'appliquer au marché de l'emploi. Dans cette optique, le salaire moyen est fonction d'un ensemble de contrats de travail échelonnés. Une telle structure est cohérente avec la rigidité du salaire nominal observée

face à des chocs de production et de productivité. De plus, elle pourrait expliquer la volatilité et la persistance des fluctuations du niveau de l'emploi, qui doit s'ajuster pour compenser la rigidité des salaires à court terme<sup>8</sup>. Les modèles à salaires échelonnés fournissent un cadre théorique pertinent à l'observation de Keynes selon laquelle le salaire nominal est rigide à la baisse (les employés acceptent difficilement une baisse du salaire nominal et plus facilement une érosion du salaire réel par l'inflation). Dans le passé, cette rigidité était expliquée par l'existence de «normes sociales» ou par «l'illusion monétaire», un comportement qui n'est pas rationnel du point de vue économique. La structure échelonnée des contrats d'emploi fournit une explication plus directe pour la rigidité des salaires.

Enfin, il faut reconnaître que les modèles à prix échelonnés sont plus réalistes que ceux où les ajustements des prix conduisent à l'équilibre du marché à tout instant. En effet, ils permettent aux chocs de demande d'avoir des effets persistants, générant ainsi une dynamique de l'inflation et de la croissance plus proche de celles observées dans l'économie réelle. L'impact de la politique monétaire est aussi plus réaliste quand des rigidités nominales sont incorporées dans des modèles d'équilibre général où les agents sont caractérisés par des anticipations rationnelles<sup>9</sup>.

### 2.1.3 Rigidités réelles

Au-delà des rigidités nominales il existe des rigidités réelles qui retardent l'ajustement vers l'équilibre. Au niveau macro-économique, ces rigidités interviennent notamment dans la décision de consommation des ménages et dans la décision d'investissement des entreprises.

4 Mankiw, N.G. (1985) "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly", *Quarterly Journal of Economics*, 100(2): 529-37.

5 Akerlof, G.A. et J.L. Yellen (1985) "A Near-Rational Model of the Business Cycle, with Wage and Price Inertia", *Quarterly Journal of Economics*, 94: 749-775.

6 Rotemberg, J.J. et M. Woodford (1999) "The Cyclical Behaviour of Prices and Costs", Ch. 16 en Taylor et Woodford (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1B, Amsterdam: Elsevier Science.

7 Taylor, J.B. (1999) "Staggered Price and Wage Setting in Macroeconomics", Ch. 15 en Taylor et Woodford (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1B, Amsterdam: Elsevier Science.

8 Hall, R.E. (1999) "Labor-Market Frictions and Employment Fluctuations", Ch. 17 en Taylor et Woodford (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1B, Amsterdam: Elsevier Science.

9 Clarida, R., J. Galí et M. Gertler (1999) "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37: 1661-1707.

La consommation des ménages s'adapte très lentement aux fluctuations des revenus, ce qui est en désaccord avec les modèles théoriques généralement acceptés (théorie du cycle de vie, théorie du revenu permanent)<sup>10</sup>. La théorie prédit que le niveau de consommation varie en fonction des anticipations des revenus futurs, mais en réalité le niveau de consommation est «trop» persistant pour coïncider avec cette conclusion. Ce phénomène, dit «paradoxe de Deaton», peut être expliqué par des contraintes de liquidité qui pèsent sur certains ménages parce que leur crédit est rationné par les banques qui font face à des asymétries d'information<sup>11</sup>. Des modèles plus récents supposent que les consommateurs adaptent leurs habitudes graduellement, produisant ainsi une autre source de persistance des effets des chocs.<sup>12</sup>

L'investissement des entreprises est bien plus volatil que la consommation des ménages, mais de par sa nature il ne peut pas s'adapter immédiatement aux fluctuations de la demande. Il faut du temps pour planifier l'investissement, trouver son financement, installer des nouveaux équipements et former la main-d'œuvre. Une entreprise hésitera à s'engager dans cette voie avant d'être convaincue que l'augmentation de la demande est permanente et non passagère. De plus, les entreprises peuvent aussi faire face à des contraintes de financement dues au rationnement du crédit généré par les asymétries d'information.

Par ailleurs, il existe le problème de l'indivisibilité de certains types d'investissement (i.e. avion). Une entreprise qui veut augmenter son stock de capital doit souvent choisir entre un accroissement trop important compte tenu de ses besoins effectifs ou le maintien du niveau initial trop faible. Ainsi une entreprise averse au risque adaptera son stock de capital lentement à de nouvelles conditions de marché.

Pour compenser leurs difficultés à adapter le niveau de capital, les entreprises maintiennent souvent un excès

de capacité par rapport à leurs besoins. Paradoxalement, ce phénomène peut contribuer à la persistance des chocs. En effet, la possibilité de faire varier le niveau d'utilisation du capital à travers le temps fournit à l'entreprise la possibilité de garder inchangé son niveau d'emploi face à des fluctuations de la demande. Ainsi, une «flexibilité réelle» sur le marché du capital crée une «rigidité réelle» sur le marché de l'emploi.

En principe, les rigidités nominales des prix et des salaires, évoquées précédemment, peuvent expliquer le comportement cyclique de l'économie. Cependant, pour générer des fluctuations des variables réelles d'une taille importante, les coûts d'ajustement devraient être très élevés. Par contre, en présence de rigidités du salaire réel, la rigidité nominale des prix ou des salaires peut être plus réduite. La rigidité réelle réduit les gains associés à un ajustement de prix, augmentant la fourchette des chocs pour lesquels il n'est pas rentable d'ajuster<sup>13</sup>. Les économistes ont avancé plusieurs théories pour expliquer la rigidité observée du salaire réel, qui fait qu'il s'ajuste moins que le niveau de l'emploi face à des fluctuations de la demande<sup>14</sup>. Par exemple, si les employés sont plus averses au risque que les employeurs et s'ils accèdent plus difficilement aux marchés financiers, le contrat d'emploi peut fonctionner comme une forme d'assurance. Les employeurs garantissent un salaire réel stable à travers le cycle économique et, en échange, ils peuvent adapter le niveau d'emploi à leurs besoins. Ceci expliquerait les fluctuations «excessives» du niveau d'emploi et la rigidité observée du salaire réel. Une autre classe de modèles du marché de l'emploi se base sur l'hypothèse que le salaire est déterminé par la négociation entre syndicat et employeurs. Si le syndicat s'occupe uniquement des intérêts de ses membres à l'exclusion de ceux qui perdent leur emploi, le salaire réel devient rigide face aux fluctuations de la productivité et le niveau d'emploi devient plus volatil à travers le cycle. Finalement, une troisième classe de modèles se base sur l'asymétrie de

10 Quah, D. (1990) "Permanent and Transitory Movements in Labor Income: An Explanation for 'Excess Smoothness' in Consumption", *Journal of Political Economy*, 98(3): 449-475.

11 Jaffée, D. et J. Stiglitz (1990) "Credit Rationing", Ch. 16 en Friedman et Hahn (eds.) *Handbook of Monetary Economics*, vol. 2, Amsterdam: Elsevier Science.

12 Atanasio, O.P. (1999) "Consumption", Ch. 11 en Taylor et Woodford (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1B, Amsterdam: Elsevier Science.

13 Ball, L. et D. Romer (1990) "Real Rigidities and the Non-Neutrality of Money", *Review of Economic Studies*, 57: 183-203.

14 Blanchard, O. et S. Fischer (1989), *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge: MIT Press, Ch. 9.

l'information entre les employeurs et les employés. Si l'intensité de l'effort au travail fourni par les employés ne peut pas être observé directement par les employeurs, ces derniers seront induits à offrir des «salaires d'efficience». C'est-à-dire qu'ils offriront un salaire plus élevé pour inciter les employés à être plus productifs, tout en se réservant le droit de licencier s'ils constatent une baisse de la productivité. Encore une fois, le salaire réel devient rigide et l'ajustement passe par des variations du niveau de l'emploi.

Au Luxembourg, il existe une source additionnelle de rigidité du salaire réel: le système généralisé d'indexation des salaires par rapport aux prix à la consommation. Bien qu'elle s'applique au salaire *nominal*, l'indexation vise à stabiliser le salaire *réel* (salaire nominal déflaté par les prix à la consommation) et donc représente une rigidité réelle. L'impact macro-économique de l'indexation n'est pas déterminé a priori mais il dépend de la fréquence relative des chocs de la demande et de l'offre<sup>15</sup>. Face à une variation de la demande, l'indexation peut même faciliter l'ajustement des prix, mais face à une contraction de l'offre (i.e. suite à une augmentation du prix du pétrole) l'indexation peut se révéler coûteuse. Dans son étude dédiée au Luxembourg<sup>16</sup>, l'OCDE a signalé que, suite à un choc d'offre négatif, l'indexation augmenterait les coûts de production, diminuant la profitabilité et l'emploi. L'OCDE souligne également le danger de la formation d'une spirale d'inflation prix-salaires avec des répercussions sur la compétitivité des produits luxembourgeois à l'étranger. Ces dangers peuvent expliquer pourquoi, suite aux épisodes inflationnistes des années 1970, l'indexation généralisée a été abandonnée dans presque tous les pays européens. Dans ces pays, l'indexation a maintenant pris une forme implicite, les partenaires sociaux s'accordant lors de la négociation salariale sur la perspective à moyen terme pour l'inflation.

A son tour, le FMI est également critique vis-à-vis de l'indexation des salaires au Luxembourg, signalant qu'elle est probablement une source d'inefficacités<sup>17</sup>. En stabilisant le salaire réel pour l'ensemble des branches, l'indexation rend plus difficile l'ajustement des salaires

relatifs nécessaires pour encourager le transfert d'emplois des secteurs moins productifs de l'économie envers les secteurs les plus productifs. De plus, le FMI signale que le système d'indexation se base sur l'inflation passée et considère qu'il est préférable d'incorporer des éléments d'anticipation de l'inflation future. En effet, dans une économie sans indexation, les contrats de travail peuvent tenir compte de l'inflation anticipée. Dans le système luxembourgeois, même si l'employeur et l'employé anticipent le même niveau d'inflation, il leur est impossible de l'incorporer dans le salaire négocié parce que le mécanisme d'indexation exigera une nouvelle augmentation quand l'inflation sera passée.

Enfin, le mécanisme d'indexation actuel se base sur un seuil de 2,5 % qui peut, selon les événements, pénaliser l'employeur ou l'employé. L'indexation des salaires intervient uniquement après une hausse cumulative de 2,5 % de l'indice des prix à la consommation. Ceci signifie que si l'économie se trouve dans un régime où l'inflation est supérieure à 2,5 %, l'indexation intervient à des intervalles inférieurs à douze mois. Par contre, si le régime est caractérisé par une inflation inférieure à 2,5 %, l'indexation intervient à des intervalles plus longs qu'un an. Dans ce dernier cas, le salaire indexé au Luxembourg est *moins élevé* en moyenne qu'il ne le serait dans une économie où l'adaptation à l'inflation se fait de façon régulière tous les ans.

Toutefois, si le sujet de l'indexation a été abordé ici d'un point de vue strictement économique, il convient aussi de reconnaître les bienfaits sociaux et politiques qu'il a apportés au Luxembourg.

#### 2.1.4 Réformes structurelles

L'OCDE et le FMI proposent périodiquement des réformes structurelles pour chacun de leurs pays membres et en évaluent l'implémentation. Le traité instituant la Communauté européenne engage également les pays membres de l'UE à coordonner leurs politiques économiques, y compris les réformes structurelles. Le processus de Cardiff (lieu où s'est tenu le Conseil européen de juin 1998) coordonne la réforme de marchés

15 Blanchard, O. et S. Fischer (1989), *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge: MIT Press, Ch. 10.3.

16 OCDE (2001), *Études économiques de l'OCDE: études par pays – Luxembourg*, para. 79, p. 55.

17 FMI (2002) "Staff Report for the 2002 Article IV Consultation", para II.D.18.

des produits et des capitaux des 15 pays membres de l'UE. Le processus de Luxembourg (lieu du Conseil européen de décembre 1997) coordonne la réforme des marchés de l'emploi. Ces processus impliquent la préparation annuelle d'un rapport formel pour chaque pays membre ainsi qu'une évaluation au sein du Conseil, avec des recommandations de réformes structurelles qui sont introduites dans les Grandes orientations de la politique économique.

Au niveau du marché des produits<sup>18</sup>, les réformes visent généralement à intensifier la concurrence, notamment en renforçant l'intégration du marché européen. En effet, des secteurs protégés subsistent dans les différentes économies des pays membres où la faible concurrence engendre des coûts et des marges bénéficiaires plus élevées ainsi qu'une faible productivité de l'emploi. L'ouverture à la concurrence de ces secteurs protégés devrait entraîner des modifications dans l'organisation de la production et dans le développement de l'innovation. Dans un premier temps, la pression de la concurrence peut induire une destruction d'emplois dans les secteurs en question. Mais à terme, d'autres secteurs deviennent plus compétitifs sous l'effet de la baisse des prix des facteurs et les perspectives d'emploi s'améliorent dans l'ensemble de l'économie. L'ajustement est plus rapide si la réglementation des marchés des produits facilite l'entrée et la sortie des entreprises, permettant un rapide redéploiement des ressources économiques. Deux des plus importantes réformes des marchés des produits sont la réduction des distorsions résultant du recours aux aides publiques nationales et l'ouverture à la concurrence des industries de réseau (énergie, transports, télécommunications).

Au niveau du marché de l'emploi<sup>19</sup>, les pays européens connaissent depuis longtemps un niveau de chômage élevé et persistant. Certains économistes l'ont associé à des facteurs structurels qui peuvent réduire l'incitation à travailler et donc l'offre sur le marché de l'emploi. Par exemple, des taux d'imposition ou des cotisations sociales élevées, des allocations de chômage généreuses ou de durée indéterminée, des systèmes de retraite anticipée, des obstacles au travail à temps

partiel ou encore l'insuffisance de garderies d'enfants à des prix abordables.

Il y a aussi des facteurs structurels qui peuvent augmenter excessivement les coûts de la main-d'œuvre, réduisant la demande des entreprises sur le marché de l'emploi. Par exemple, des coûts extra-salariaux élevés tels que les prélèvements sur les salaires et les cotisations sociales. Un niveau élevé des coûts de main-d'œuvre peut aussi signaler des systèmes de convention accordant trop de pouvoir à ceux qui ont un emploi aux dépens de ceux qui sont à la recherche d'un emploi. Un système de négociation salariale trop centralisé peut pénaliser les individus à faible productivité si elle néglige les différences de qualification ou de conditions prévalant sur le marché du travail local. Egalement, l'existence d'un salaire minimum élevé peut réduire l'emploi parmi les travailleurs à productivité plus faible (i.e. personnes jeunes, âgées ou peu qualifiées).

Des dysfonctionnements à de multiples niveaux de l'économie peuvent aussi provoquer des inadéquations entre l'offre et la demande sur le marché du travail<sup>20</sup>. Une infrastructure de formation professionnelle adaptée est nécessaire pour permettre aux travailleurs d'acquérir les qualifications requises pour les emplois disponibles. Il faut également encourager la mobilité des personnes à la recherche d'un emploi en veillant au bon fonctionnement du marché du logement et à la provision d'une infrastructure appropriée des transports en commun.

Les réglementations édictées par les gouvernements peuvent aussi avoir des conséquences inattendues sur le marché de l'emploi. S'il est communément admis que les pouvoirs publics doivent veiller aux conditions de santé et de sécurité relatives aux emplois, une réglementation excessive réduirait la flexibilité et augmenterait les coûts du travail. Dans d'autres domaines, tels que la protection des emplois, les interventions des pouvoirs publics sont plus souvent critiquées. Par exemple, si les employés sont couverts par des conditions de licenciement perçues comme étant trop

18 BCE (2001) «Les réformes des marchés de produits dans la zone euro» *Bulletin mensuel*, août.

19 BCE (2000) «Les évolutions et les caractéristiques structurelles des marchés du travail de la zone euro» *Bulletin mensuel*, mai.

20 BCL (2002) «L'inadéquation entre l'offre et la demande sur le marché du travail luxembourgeois» *Rapport annuel 2001, encadré 4*, p. 57.

restrictives, les employeurs éviteront l'engagement de nouveau personnel dans la mesure du possible. Des réglementations qui compliquent la création de nouvelles entreprises peuvent également entraver le bon fonctionnement du marché de l'emploi.

### **2.1.5 Conclusion**

Il existe des rigidités nominales et réelles de natures très diverses. Certaines rigidités résultent de politiques mal adaptées. D'autres rigidités peuvent difficilement être éliminées parce qu'elles sont le résultat du comportement rationnel des agents économiques face à des asymétries de l'information. Cependant, les rigidités peuvent engendrer des coûts importants en termes de perte de flexibilité face aux chocs externes. Les réformes structurelles dans lesquelles l'Union européenne s'est engagée aspirent à augmenter la flexibilité de l'économie et sa stabilité face aux chocs, favorisant ainsi la croissance et l'emploi. Finalement, l'atténuation des rigidités facilite également les tâches d'une politique monétaire qui vise activement à stabiliser les prix: en la rendant plus efficace et en réduisant la fréquence des interventions nécessaires.