

# Commentaire

---

*Frank Smets*

L'étude de David Bowman et Brian Doyle brosse un tableau complet et fort utile de la littérature récente sur ce qu'il est convenu d'appeler la « nouvelle macroéconomie ouverte », dont les bases ont été jetées par Obstfeld et Rogoff (1996). Cette approche a été élaborée parallèlement à son pendant d'économie fermée, que Goodfriend et King (1997), Woodford (2003) et Clarida, Galí et Gertler (1999) nomment respectivement « nouvelle synthèse néoclassique », « macroéconomie néowicksellienne » et « nouvelle macroéconomie keynésienne ». Les modèles issus de ces deux approches se distinguent par les éléments suivants : i) un cadre d'équilibre général; ii) des relations macroéconomiques structurelles prenant appui sur des fondements microéconomiques; et iii) des marchés des biens et du travail caractérisés par une concurrence monopolistique et la rigidité des prix ou des salaires nominaux.

Le recours aux modèles de la nouvelle macroéconomie ouverte pour analyser la politique monétaire offre trois avantages. En premier lieu, la présence de fondements microéconomiques met ces modèles davantage à l'abri de la critique de Lucas. En effet, la prise en compte explicite des paramètres et chocs structurels permet à tout le moins de mieux saisir quels paramètres sont susceptibles de ne pas dépendre de la politique suivie par les autorités. Deuxièmement, la fonction d'utilité des ménages introduit un critère uniforme de bien-être. Enfin, les fondements microéconomiques des paramètres du modèle de forme réduite et des chocs facilitent l'étalonnage et l'estimation, un atout indéniable lorsque des événements tels qu'un changement de régime viennent écourter les périodes d'observation. Il est à noter également que les deux approches ont différé dans le passé en certains points de leur application. En raison de son accent sur les interactions entre pays, la nouvelle macroéconomie ouverte a joui d'un avantage comparatif sur son pendant d'économie fermée pour l'analyse des modèles

multisectoriels. En outre, ses disciples postulaient souvent la rigidité des prix et des salaires pour une seule période, ce qui facilitait l'analyse théorique, mais au détriment de la vraisemblance sur le plan empirique. Les efforts d'estimation ayant porté sur des modèles de la nouvelle macroéconomie ouverte ont aussi été moins nombreux que ceux effectués dans un cadre d'économie fermée. Les travaux de Bergin (2003) constituent cependant une exception notoire. L'étude de Bowman et Doyle fait écho à certaines de ces différences entre les deux approches en plus de compléter et d'actualiser les revues de Lane (2001) et de Sarno (2001).

Plutôt que de prolonger le tour d'horizon proposé par Bowman et Doyle, j'illustrerai l'utilité de la démarche à fondements microéconomiques qui sous-tend la nouvelle macroéconomie ouverte en abordant deux questions importantes pour la conduite de la politique monétaire : l'incidence des variations du taux de change dans une petite économie ouverte et le choix, par les autorités monétaires, de l'indice des prix cible. Pour ce faire, j'emploierai le modèle de la nouvelle macroéconomie ouverte élaboré par Smets et Wouters (2002), qui intègre le comportement des ménages formalisé par Blanchard et Yaari et dans lequel les marchés des biens produits au pays et des biens importés se caractérisent par une concurrence monopolistique et la rigidité des prix. En conclusion, je discuterai d'une branche de la nouvelle macroéconomie ouverte qu'il y aurait lieu d'étoffer : la théorie de la détermination du taux de change.

## **1 L'incidence des variations du taux de change dans une petite économie ouverte**

Malgré sa simplicité, le modèle de Smets et Wouters (2002) est plutôt éloquent quant à l'incidence des mouvements du taux de change dans une petite économie ouverte. Dans ce modèle, les variations exogènes du taux de change agissent à la fois sur l'offre et la demande. Comme c'est souvent le cas dans les modèles plus traditionnels d'économie ouverte, l'amélioration des termes de l'échange entraîne un déplacement de la dépense vers les importations, ce qui réduit la demande de biens produits au pays. Cette incidence négative sur la demande de biens intérieurs justifie le recours aux indices des conditions monétaires pour mesurer les changements d'orientation de la politique monétaire. La pondération relative du taux de change à l'intérieur de ces indices dépend généralement de l'élasticité de la demande aux mouvements du taux de change. Par ailleurs, l'amélioration des termes de l'échange stimule la consommation réelle grâce à l'effet positif qu'elle exerce sur la richesse réelle, par suite de la hausse de la valeur relative de la production intérieure. Cette action positive tend à contrebalancer partiellement l'effet négatif décrit précédemment.

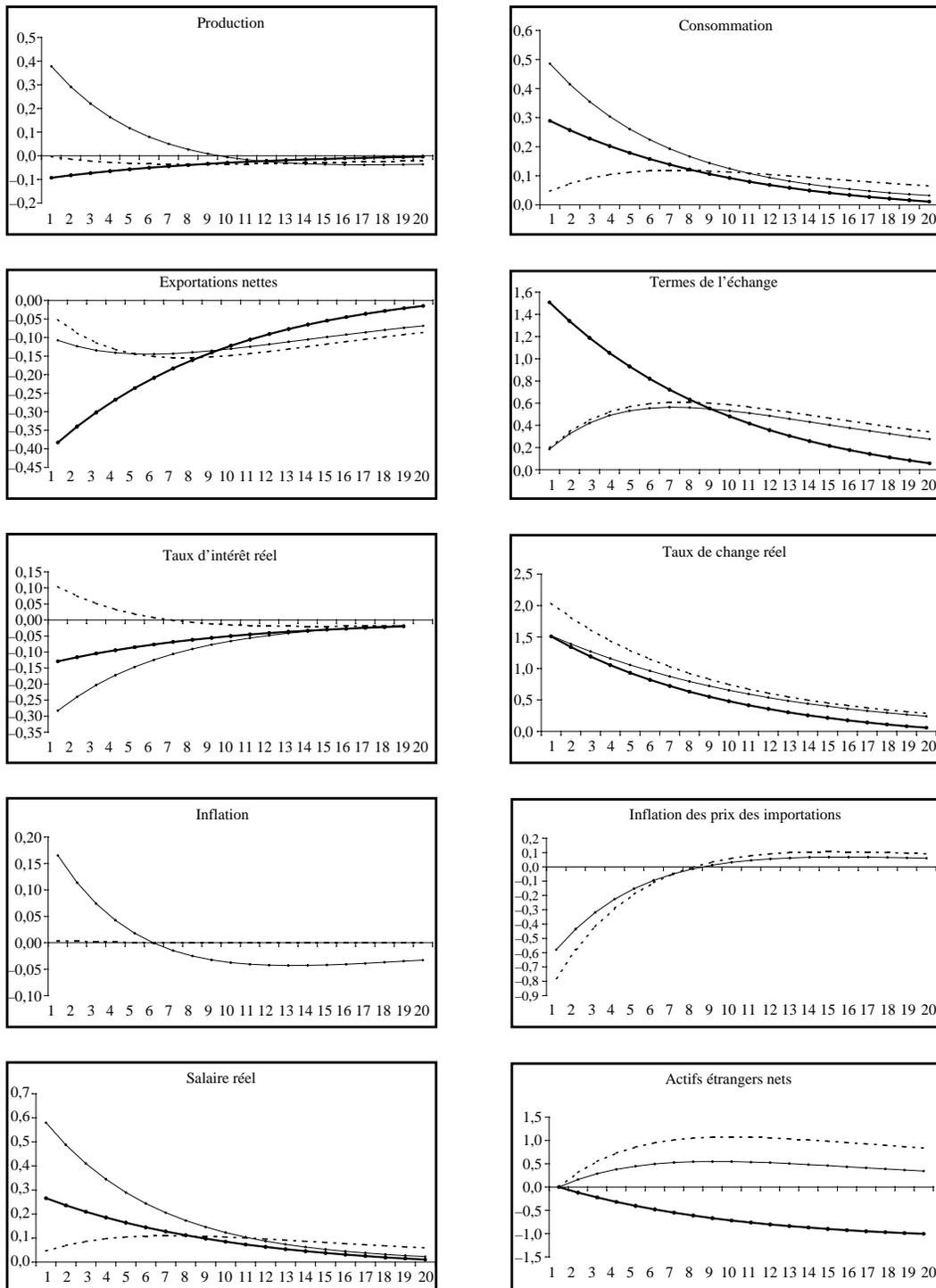
Les modèles de la nouvelle macroéconomie ouverte se caractérisent aussi par leur représentation étoffée de l'offre. Là encore, dans le modèle de Smets et Wouters, l'appréciation de la monnaie nationale agit de deux façons sur l'offre. D'une part, le renchérissement des biens produits au pays par rapport aux importations fait diminuer les salaires considérés du point de vue de la production pour des niveaux donnés de salaires calculés à l'aide des prix à la consommation; le recul consécutif du coût marginal réel des biens produits au pays dynamise ainsi l'offre. D'autre part, l'accroissement de la consommation réduit l'utilité marginale d'une unité de consommation supplémentaire et incite la main-d'œuvre à limiter son offre de travail, ce qui tend à relever les salaires réels et à restreindre l'offre de biens produits au pays. C'est l'élasticité intertemporelle de substitution entre les biens qui détermine lequel de ces deux effets d'offre prédomine.

La Figure 1 illustre l'incidence d'une baisse de 0,2 point de pourcentage de la prime de risque de change dans une version du modèle de Smets et Wouters (2002) étalonnée pour la zone euro. Certains points méritent d'être soulignés. Tout d'abord, dans l'étalonnage retenu, l'effet net d'offre semble négatif puisque le niveau de la production en régime de flexibilité des prix (trait épais) diminue légèrement. Deuxièmement, en situation de rigidité des prix (tant au pays qu'à l'étranger), la réaction de l'économie est fonction du régime de politique monétaire. Lorsque la banque centrale prend pour cible un taux d'accroissement des prix à la consommation (trait fin), l'appréciation de la monnaie nationale ralentit la hausse du prix des importations, mais fait augmenter l'inflation intérieure. L'effet, positif, sur la consommation l'emporte sur celui, négatif, exercé sur les exportations nettes, ce qui crée un écart positif de production au pays. Notre simulation tire à conséquence pour la conduite de la politique monétaire : si la banque centrale veut stabiliser le taux d'augmentation des prix des biens produits au pays, le taux d'intérêt réel doit s'élever pour que l'écart de production intérieur puisse être comblé. Bien que les résultats dépendent évidemment du modèle retenu et de son étalonnage, cette analyse peut expliquer pourquoi l'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation s'avère généralement très limitée dans la pratique.

## **2 Le choix de l'indice des prix cible**

En économie ouverte, les autorités monétaires devraient-elles établir leur cible en fonction des prix à la consommation ou des prix à la production? Dans le modèle d'économie fermée de Woodford (2003), la rigidité des prix justifie que l'on vise la stabilisation de l'inflation intérieure, car la stabilité des prix réduit au maximum les retombées d'une affectation inefficace des ressources entre des secteurs par ailleurs identiques. De plus, Woodford

**Figure 1**



Nota : Le trait épais représente la réaction d'une économie à prix flexibles; le trait fin, la réaction d'une économie à prix rigides dotée d'une politique monétaire discrétionnaire optimale; et le trait en pointillé, la réaction d'une économie à prix rigides dans laquelle les autorités prennent pour cible l'inflation intérieure.

Source : Smets et Wouters (2002)

montre qu'en l'absence de chocs de coût, il n'existe aucun arbitrage entre la stabilisation de l'écart de production et la stabilité des prix. Comme l'indiquent Erceg, Henderson et Levin (2000) ainsi que Benigno (2001), il y a généralement arbitrage lorsque deux secteurs ne présentent pas le même degré de rigidité des prix. Dans ce cas, toutefois, le choix quasi optimal consiste à prendre pour cible une moyenne pondérée de l'inflation dans les deux secteurs, la pondération reflétant le degré de rigidité des prix. Il en va de même dans le cadre d'économie ouverte décrit plus haut. Smets et Wouters établissent que la décision de définir la cible en fonction des prix à la consommation (plutôt que des prix des biens produits au pays) tend vers l'optimalité lorsque les prix des biens produits au pays et à l'étranger affichent un degré de rigidité semblable.

### **3 La théorie de la détermination du taux de change**

La théorie de la détermination du taux de change est l'une des branches de la finance internationale à laquelle Bowman et Doyle ne s'attardent guère dans leur survol. Dans une certaine mesure, la situation peut s'expliquer par le fait que la nouvelle macroéconomie ouverte nous apprend peu sur la question. Le taux de change est généralement déterminé par la condition de parité des taux d'intérêt, qui, fréquemment jumelée à la parité des pouvoirs d'achat, suppose un modèle monétaire de détermination du taux de change. Jusqu'à présent, ces théories n'ont pas fourni d'explication satisfaisante du comportement empirique du taux de change. Devereux et Engle (2002) mettent en évidence cette lacune ainsi que les diverses caractéristiques que doivent présenter les modèles pour rendre compte de la déconnexion empirique entre le taux de change et ses déterminants macroéconomiques fondamentaux.

La littérature récente sur la nouvelle macroéconomie ouverte propose trois avenues possibles pour améliorer la capacité des modèles issus de cette approche à décrire et à expliquer les fluctuations du taux de change. Premièrement, ainsi que le soulignent Corsetti et Dedola (2002), les frais de transport et de distribution sont des éléments importants de l'économie internationale qui peuvent faire dévier le taux de change de sa valeur fondamentale. Deuxièmement, des recherches plus approfondies, comme celles d'Obstfeld et Rogoff (1998), doivent être consacrées à l'analyse des modèles stochastiques et de leurs implications pour la façon dont les primes de risque interagissent avec les variables macroéconomiques. Troisièmement, il faut intégrer dans la nouvelle macroéconomie ouverte les théories de la microstructure des marchés pouvant rendre compte de la corrélation entre les flux d'ordres et les taux de change (voir, par exemple, Lyons, 2001, et Hau et Rey, 2003).

## Bibliographie

- Benigno, P. (2001). *Optimal Monetary Policy in a Currency Area*, Centre for Economic Policy Research, coll. « CEPR Discussion Papers », n° 2755.
- Bergin, P. R. (2003). « Putting the 'New Open Economy Macroeconomics' to a Test », *Journal of International Economics*, vol. 60, n° 1, p. 3-34.
- Clarida, R., J. Galí et M. Gertler (1999). « The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, n° 4, p. 1661-1707.
- Corsetti, G., et L. Dedola (2002). « Macroeconomics of International Price Discrimination », document de travail n° 176, Banque centrale européenne.
- Devereux, M. B., et C. Engle (2002). « Exchange Rate Pass-Through, Exchange Rate Volatility and Exchange Rate Disconnect », *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n° 5, p. 913-940.
- Erceg, C. J., D. W. Henderson et A. T. Levin (2000). « Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts », *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, n° 2, p. 281-313.
- Goodfriend, M., et R. G. King (1997). « The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy ». In : *NBER Macroeconomics Annual*, sous la direction de B. Bernanke et J. Rotemberg, p. 231-283.
- Hau, H., et H. Rey (2003). *Exchange Rates, Equity Prices and Capital Flows*, Centre for Economic Policy Research, coll. « CEPR Discussion Papers », n° 3735.
- Lane, P. R. (2001). « The New Open Economy Macroeconomics: A Survey », *Journal of International Economics*, vol. 54, n° 2, p. 235-266.
- Lyons, R. K. (2001). *The Microstructure Approach to Exchange Rates*, Cambridge (Massachusetts), MIT Press.
- Obstfeld, M., et K. S. Rogoff (1996). *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge (Massachusetts), MIT Press.
- (1998). « Risk and Exchange Rates », document de travail n° 6694, National Bureau of Economic Research.
- Sarno, L. (2001). « Toward a New Paradigm in Open Economy Modeling: Where Do We Stand? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 83, n° 3, p. 21-36.
- Smets, F., et R. Wouters (2002). « Openness, Imperfect Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n° 5, p. 947-981.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices*, photocopie.