

Commentaire

Beverly Lapham

L'intéressante étude de Michael Devereux et James Yetman traite du lien entre la politique monétaire, l'inflation et l'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation. Les questions soulevées revêtent de l'importance du fait que la relation entre les fluctuations du taux de change nominal et l'évolution des prix à la consommation a des conséquences pour la politique monétaire et la politique de taux de change. Si, par exemple, cette relation est peu étroite, les chocs monétaires ont moins d'effet sur les dépenses. En outre, les arguments invoqués par Friedman (1953) et Feldstein (1997) à l'appui des taux de change flottants présupposent que les mouvements du taux de change nominal se répercutent sur les prix à la consommation. D'après Friedman et Feldstein, le taux de change doit être en mesure de réagir aux chocs de façon à provoquer les ajustements des prix relatifs nécessaires pour stabiliser l'incidence de ces chocs sur la production. Si, toutefois, les prix à la consommation ne sont pas sensibles aux fluctuations du taux de change, cet ajustement des prix relatifs ne surviendra pas et le taux de change flottant ne pourra pas jouer le rôle de stabilisateur automatique.

C'est dans cette optique que Devereux (2001), Devereux et Engel (2001 et 2002), Engel (2000) et d'autres auteurs ont cherché à établir quelle politique de taux de change serait optimale dans un modèle théorique où les variations du taux de change ne se répercutent pas de façon immédiate sur les prix. De plus, une meilleure compréhension du lien entre le taux de change et les prix à la consommation nous aidera à mieux cerner les facteurs qui influent sur la détermination des prix. Nous pourrions par exemple mieux évaluer l'importance relative des facteurs microéconomiques tels que la structure du marché et des facteurs macroéconomiques comme l'inflation dans le comportement des fabricants et des détaillants en matière de prix.

Devereux et Yetman élaborent un modèle à valeurs nominales rigides qui établit une relation entre la politique monétaire et le degré de transmission des variations du taux de change aux prix. Le raisonnement intuitif à la base du modèle est simple. Les entreprises choisissent la fréquence optimale de révision de leurs prix en présence de chocs exogènes en comparant les frais fixes liés à une modification des prix et les pertes qu'elles essuieraient si elles laissaient leurs prix inchangés face à l'inflation (qui érode les prix réels) et aux mouvements du taux de change nominal (qui se répercutent sur les coûts de production). Une politique monétaire plus restrictive, qui réduit le taux d'inflation, occasionne donc des pertes plus faibles en l'absence de rajustements des prix, ce qui se traduit par un degré moindre de transmission des variations du taux de change. Devereux et Yetman apportent une importante contribution à la littérature théorique en faisant explicitement le lien entre la politique monétaire et l'incidence du taux de change sur les prix dans le cadre d'un modèle maniable comportant des valeurs nominales rigides¹.

Au moyen de méthodes empiriques standard, les auteurs estiment aussi le degré de transmission des variations du taux de change d'un grand nombre de monnaies par rapport au dollar américain. Ils tirent ensuite parti des données transversales dont ils disposent sur les pays concernés pour étudier la relation entre les taux d'inflation et les coefficients de transmission estimés. Leurs résultats indiquent une relation positive entre le niveau de l'inflation et l'incidence des variations du taux de change.

Ces résultats empiriques sont généralement conformes à ceux obtenus dans les travaux de Choudhri et Hakura (2001), de Gagnon et Ihrig (2001) ainsi que dans d'autres études transversales. L'analyse des séries chronologiques incite à croire que le lien entre les mouvements du taux de change et l'indice de référence au Canada s'est considérablement affaibli durant la décennie 1990, caractérisée par une inflation relativement modérée (voir, par exemple, Banque du Canada, 2000). D'autres auteurs, dont Campa et Goldberg (2002), Laflèche (1996-1997), Goldfajn et Werlang (2000) et McCarthy (2000), ont étudié le rôle de l'inflation et d'autres déterminants possibles tels que la composition des importations. Il existe en outre une abondante littérature traitant de l'importance de la structure du marché et des stratégies d'organisation industrielle; Goldberg et Knetter (1997) passent en revue une grande partie des recherches sur le sujet. Dans un article récent s'inspirant de cette approche, Kardasz et Stollery (2001) se penchent sur le cas des industries canadiennes.

1. Voir également Taylor (2000), qui examine la relation entre la politique monétaire et l'effet des modifications de coûts sur les prix.

Un examen de la littérature fait ressortir que la relation entre le taux de change et les prix n'est pas simple et que les facteurs qui influent sur le comportement des détaillants en matière de prix sont multiples et complexes. Afin d'en savoir plus, j'ai rendu visite à un certain nombre de détaillants de Kingston, en Ontario, pour les interroger sur la façon dont ils fixent leurs prix. Le propriétaire d'un magasin de chaussures indépendant, implanté de longue date, m'a tenu des propos particulièrement intéressants. Il m'a fait comprendre qu'il tenait compte d'un grand nombre de facteurs pour établir ses prix, et notamment du prix des chaussures dans d'autres villes comme Toronto ou New York ainsi que du prix de détail suggéré par le fabricant. Il a également insisté sur le fait que la disparition de fabricants de chaussures canadiens et de détaillants indépendants et l'arrivée de magasins à succursales multiples avaient modifié le paysage concurrentiel dans le secteur de la chaussure. J'ai eu la distincte impression que les frais de rajustement de ses prix au détail ne pesaient pas lourd dans sa décision. Mes conversations avec ces marchands m'ont persuadée que la relation entre les détaillants, les grossistes et les fabricants est complexe et pouvait avoir changé durant les dernières années, et aussi que l'établissement d'un prix « optimal » est une opération compliquée.

Je vais maintenant aborder certaines questions laissées sans réponse par l'étude, ainsi que par d'autres consacrées au même sujet, concernant la relation entre le taux de change et le prix des biens. L'une de ces questions concerne la stabilité de ce lien. Dans l'étude de Devereux et Yetman, la relation est stable, mais elle est fonction de variables macroéconomiques telles que le taux d'inflation. Il serait néanmoins utile de savoir si des changements à la structure du marché, à la durée des contrats, aux prix de l'énergie ou à la technologie par exemple ont causé une modification fondamentale du lien entre le taux de change et les prix. Dans le même ordre d'idées, il importerait de déterminer l'influence relative des facteurs microéconomiques et macroéconomiques dans cette relation.

Comme les auteurs invoquent la rigidité des prix nominaux au détail pour expliquer le faible degré de transmission des variations du taux de change, il y a lieu de vérifier si les prix au détail sont bel et bien rigides. Bills et Klenow (2002) ont étudié la fréquence de rajustement des prix à la consommation d'un vaste éventail de biens. Ils concluent que les prix sont fréquemment révisés : la moitié des prix compris dans leur échantillon le sont au moins tous les quatre mois. Il s'agit là d'un résultat important étant donné qu'un grand nombre des études consacrées à l'incidence des variations du taux de change (y compris celle de Devereux et Yetman) sont fondées sur des données annuelles. Il se pourrait que d'autres sources de rigidité (liée aux salaires par exemple ou imputable aux contrats conclus entre les détaillants

et les fabricants) expliquent le peu d'effet des mouvements du taux de change.

Devant la multiplication des indices témoignant d'une relation positive entre le taux d'inflation et le degré de transmission des variations du taux de change, il y a lieu de se demander si d'autres hypothèses que celle de la rigidité des prix au détail sont susceptibles de cadrer avec les faits observés. Les modèles de Benabou (1988 et 1992) et de Diamond (1993), qui sont fondés sur l'existence de coûts de recherche d'information, constituent un axe d'investigation prometteur. Head et Kumar (2002) analysent la relation entre l'inflation et la dispersion des prix à la consommation à l'aide d'un modèle de ce genre. Une hausse de l'inflation a deux effets sur les prix réels dans le cadre de leur modèle. Elle fait d'abord augmenter les prix de réserve des consommateurs et donc les prix réels. Elle s'accompagne également d'une plus grande dispersion des prix et accentue les efforts de recherche des consommateurs, ce qui provoque un recul des prix réels. Quand le taux d'inflation moyen est faible, le deuxième effet l'emporte sur le premier, et les chocs monétaires ne se répercutent pas entièrement sur les prix nominaux. Lorsque le taux d'inflation moyen est élevé, c'est le premier effet qui domine, et les prix nominaux augmentent davantage que l'offre de monnaie. Dans ce modèle, l'inflation et l'incidence des chocs monétaires présentent par conséquent une relation positive. On remarquera avec intérêt que l'inflation réduit la dispersion des prix dans le modèle de Devereux et Yetman, mais qu'elle l'accroît dans le modèle axé sur les coûts de recherche.

Je signalerai, en terminant, les quelques pistes de recherche que m'ont inspirées la lecture de l'étude de Devereux et Yetman et de la littérature, mes conversations avec les détaillants et les questions en suspens que j'ai évoquées. Il est primordial que les chercheurs étudient de plus près les aspects microéconomiques du processus de transmission des variations du taux de change. Une meilleure compréhension des comportements en matière de prix nous permettra de mettre au point des mesures de l'incidence des mouvements du taux de change qui soient de meilleure qualité et qui neutralisent l'effet des autres facteurs influant sur les prix. Nous avons aussi besoin de données plus détaillées au niveau sectoriel ainsi qu'aux différents stades du processus de production et de distribution. Il importe de mieux comprendre les relations entre les fabricants, les importateurs, les grossistes et les détaillants ainsi que la façon dont elles ont pu se modifier. Au moment d'examiner le lien entre la politique monétaire et l'incidence des variations du taux de change, on ne doit pas exclure la possibilité que les chocs et les modifications de la politique monétaire amènent les entreprises à s'ajuster autrement que par les prix. Par exemple, l'entrée et la sortie d'entreprises et les restructurations imputables aux chocs pourraient modifier la relation entre le taux de change et les prix.

Bibliographie

- Banque du Canada (2000). « Incidence réduite du taux de change sur l'indice de référence », *Rapport sur la politique monétaire* (novembre), Note technique 2, p. 9.
- Benabou, R. (1988). « Search, Price Setting and Inflation », *Review of Economic Studies*, vol. 55, n° 3, p. 353-376.
- (1992). « Inflation and Efficiency in Search Markets », *Review of Economic Studies*, vol. 59, p. 299-329.
- Bils, M., et P. J. Klenow (2002). « Some Evidence on the Importance of Sticky Prices », document de travail n° W9069, National Bureau of Economic Research.
- Campa, J. M., et L. S. Goldberg (2002). « Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon? », document de travail n° 8934, National Bureau of Economic Research.
- Choudhri, E. U., et D. S. Hakura (2001). « Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter? », document de travail n° 01/194, Fonds monétaire international.
- Devereux, M. B. (2001). « Politique monétaire, flexibilité du taux de change et transmission des variations du taux de change ». *In : Les taux de change flottants : une nouvelle analyse*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, novembre 2000, Ottawa, Banque du Canada, p. 51-88.
- Devereux, M. B., et C. Engel (2001). « The Optimal Choice of Exchange-Rate Regime: Price-Setting Rules and Internationalized Production ». *In : Topics in Empirical International Economics: A Festschrift in Honor of Robert E. Lipsey*, sous la direction de M. Blömmstrom et L. S. Goldberg, National Bureau of Economic Research et University of Chicago Press, p. 163-189.
- (2002). « Exchange Rate Pass-Through, Exchange Rate Volatility, and Exchange Rate Disconnect », *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n° 5, p. 913-940.
- Diamond, P. A. (1993). « Search, Sticky Prices, and Inflation », *Review of Economic Studies*, vol. 60, n° 1, p. 53-68.
- Engel, C. (2000). « Local-Currency Pricing and the Choice of Exchange-Rate Regime », *European Economic Review*, vol. 44, n° 8, p. 1449-1472.
- Feldstein, M. (1997). « The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n° 4, p. 23-42.

- Friedman, M. (1953). « The Case for Flexible Exchange Rates ». In : *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press, p. 157-203. Publié en français sous le titre « Défense des taux de change flexibles ». In : *Essais d'économie positive*, Paris, Éditions Litec, 1995, p. 119-157.
- Gagnon, J. E., et J. Ihrig (2001). *Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 704.
- Goldberg, P., et M. Knetter (1997). « Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned? », *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 3, p. 1243-1272.
- Goldfajn, I., et S. R. C. Werlang (2000). « The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study », document de travail n° 5, Banco Central do Brasil.
- Head, A., et A. Kumar (2002). « Price Dispersion, Inflation, and Welfare », Université Queen's, manuscrit.
- Kardasz, S. W., et K. R. Stollery (2001). « Exchange Rate Pass-Through and Its Determinants in Canadian Manufacturing Industries », *Revue canadienne d'économique*, vol. 34, n° 3, p. 719-738.
- Lafèche, T. (1996-1997). « L'incidence des fluctuations du taux de change sur les prix à la consommation », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 21-32.
- McCarthy, J. (2000). *Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 111.
- Taylor, J. (2000). « Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms », *European Economic Review*, vol. 44, n° 7, p. 1389-1408.