

# Commentaire

---

*Jeannine Bailliu*

## Introduction

Michael Devereux et James Yetman cherchent à établir si la lenteur de l'ajustement des prix peut expliquer pourquoi : i) les variations du taux de change peuvent ne pas se répercuter intégralement sur les prix en courte période; ii) leur effet peut varier d'un pays à l'autre. Le sujet est tout à fait d'actualité. L'incidence des mouvements du taux de change semble en effet avoir diminué dans de nombreux pays au cours de la dernière décennie et l'on s'interroge beaucoup sur le rôle que la politique monétaire a pu jouer dans cette baisse. Dans le cadre théorique qu'avancent les auteurs, la rigidité des prix est à l'origine du caractère incomplet de la transmission des mouvements du taux de change en courte période. D'après le modèle simple qui leur sert à représenter une petite économie ouverte, l'incidence de l'évolution du taux de change est déterminée par la fréquence de rajustement des prix dans les entreprises importatrices, qui est pour sa part fonction du régime de politique monétaire et est par conséquent endogène. Le *degré* variable d'inertie des prix d'un pays à l'autre — lié au régime de politique monétaire suivi par chacun — peut donc expliquer les différences entre les pays dans le degré de transmission des variations du taux de change en courte période. Les prévisions du modèle sont ainsi conformes au point de vue de Taylor (2000), selon qui l'atténuation de l'incidence de ces variations observée durant la dernière décennie résulte de l'adoption de régimes de politique monétaire plus crédibles<sup>1</sup>.

Dans mon commentaire, j'examinerai dans un premier temps le mécanisme d'établissement des prix retenu par les auteurs. Je traiterai ensuite de l'une

---

1. À supposer, évidemment, que cette incidence ait bel et bien diminué durant cette période, ce qui n'a pas encore été clairement démontré dans la littérature.

des hypothèses clés du modèle, à savoir la fixation des prix dans la monnaie locale, puis j'analyserai les résultats de l'estimation de ce dernier. Je m'attarderai en conclusion sur certaines implications du modèle que je juge intéressantes du point de vue de la politique monétaire des pays à marché émergent.

## Le mécanisme d'établissement des prix

Dans le modèle, la rigidité des prix découle de l'existence des « coûts d'étiquetage » que les entreprises doivent assumer pour modifier leurs prix. La fonction objectif de l'entreprise qui maximise ses profits en présence de tels coûts revêt la forme de la fonction de perte suivante :

$$L_t = F + E_t \left[ \sum_{j=0}^{\infty} (\beta\kappa)^j (\hat{p}_t(i) - \hat{p}_{t+j}(i))^2 + \frac{(1-\kappa)}{\kappa} \sum_{j=1}^{\infty} (\beta\kappa)^j L_{t+j} \right].$$

La fonction de perte comporte trois éléments. Le premier,  $F$ , est la part des profits moyens consacrée à l'ajustement des prix. Le second est la valeur actualisée attendue des pertes résultant de l'écart entre le prix nouvellement établi et le prix souhaité. Le troisième et dernier élément correspond à la valeur attendue de la fonction de perte qui s'appliquera lorsque l'entreprise révisera son prix dans l'avenir. Si je comprends bien, les deuxième et troisième termes traduisent la présence de rigidités à la Calvo, c'est-à-dire celle de coûts d'ajustement implicites. Mais plusieurs études ont montré que cela équivaut à l'emploi de coûts d'ajustement quadratiques explicites, puisque les équations de prix obtenues sont les mêmes (voir notamment Rotemberg, 1982). Aussi la raison pour laquelle les auteurs recourent au terme  $F$  pour représenter le coût explicite d'ajustement m'échappe-t-elle. J'aurais aimé qu'ils examinent si la rigidité des prix peut être formalisée sans ce terme additionnel et qu'ils s'interrogent, le cas échéant, sur les conséquences de l'inclusion de celui-ci. Se trouve-t-il par exemple à introduire une rigidité supplémentaire dans le modèle?

## La fixation des prix dans la monnaie locale

Dans le modèle considéré, les entreprises établissent leurs prix dans la monnaie locale, même si les coûts des produits importés sont fixés en monnaie étrangère (tous les intrants sont importés, y compris le travail). L'hypothèse relative à l'établissement des prix dans la monnaie locale ne recouvre pas toujours la même réalité d'une étude à l'autre. Il importe par conséquent de rappeler que, pour Devereux et Yetman, cette hypothèse englobe bien plus que le choix de la monnaie dans laquelle les prix des

importations sont établis : elle implique aussi une modulation des prix en fonction du marché. Il s'agit donc de l'une des hypothèses clés du modèle. Prendre le contre-pied de celle-ci suffit à en démontrer le rôle déterminant : lorsque les prix sont fixés en monnaie étrangère, les variations du taux de change se répercutent instantanément et de façon intégrale sur les prix.

Il ne serait pas très constructif d'étudier les implications d'une stratégie d'établissement des prix dans la monnaie étrangère, mais il pourrait valoir la peine d'examiner le cas intermédiaire où certaines entreprises fixent leurs prix dans la monnaie locale et d'autres dans la monnaie étrangère. Une combinaison de ces deux stratégies de prix rendrait sans doute plus réaliste le modèle de l'économie, puisque le degré de différenciation des prix en fonction du marché semble varier d'un secteur à l'autre. En outre, l'hypothèse que toutes les entreprises importatrices établissent leurs prix dans la monnaie locale paraît quelque peu excessive dans un modèle de petite économie ouverte. J'ignore quel effet une modification de cette hypothèse aurait sur les prévisions du modèle. Je soupçonne que certains des résultats seraient moins probants, mais ils ne seraient sans doute pas réfutés.

## Les résultats de l'estimation

Les auteurs vérifient les implications de leur modèle en estimant d'abord, pour chacun des pays de leur échantillon, une équation simple formalisant le processus de transmission des variations du taux de change, puis en procédant à une régression des coefficients de transmission obtenus par rapport à un groupe de variables explicatives qui s'avèrent fonction du régime de politique monétaire dans leur modèle. Dans les estimations portant sur chaque pays, le coefficient de transmission se révèle significativement supérieur à un dans le cas de onze pays (tous des pays en développement ou des économies en transition)<sup>2</sup>. On ne sait trop si ce résultat est conforme au modèle. Il aurait été bon de clarifier si le modèle comporte une contrainte empêchant le coefficient de transmission d'atteindre l'unité ou si celui-ci peut dépasser temporairement le niveau observé en longue période.

Si ce genre de résultat cadre avec la définition théorique du processus de transmission, un approfondissement de ce scénario pourrait nous éclairer. Le modèle peut-il nous renseigner par exemple sur ce qui amène les prix à surréagir aux mouvements du taux de change? Un type particulier de choc est-il à l'origine de ce phénomène? La plupart des pays où l'on observe une surréaction des prix ont été en proie, à un moment ou l'autre, à une inflation

---

2. Ce sont l'Angola, l'Argentine, la Bolivie, le Brésil, le Liban, le Mexique, le Nicaragua, le Pérou, la Pologne, la République démocratique du Congo et la Sierra Leone.

élevée — ou même à une hyperinflation — durant la période d'estimation. Il est donc très probable que la forte inflation ait engendré des attentes d'inflation et créé une spirale inflationniste. Cette dernière était généralement due à d'autres facteurs que le taux de change (dans nombre de ces pays, les administrations publiques accusaient de lourds déficits budgétaires et tentaient de les financer par le recours à la planche à billets). Toutefois, on observerait toujours dans ces pays une corrélation élevée entre le rythme de dépréciation du taux de change nominal et l'inflation, du fait qu'une inflation plus rapide provoquerait une baisse du taux de change. Il ne faut donc pas s'étonner que les estimations indiquent une forte incidence des variations du taux de change dans ces pays, et ce, même lorsque celles-ci n'ont pas enclenché la spirale.

## Conclusion

En terminant, j'aimerais discuter des implications de l'étude de Devereux et Yetman pour la politique monétaire des pays à marché émergent. D'après moi, ces implications présentent un grand intérêt pour ceux d'entre eux qui ont réduit sensiblement leur taux d'inflation et mis en place des régimes de politique monétaire plus crédibles durant la dernière décennie. Par exemple, bon nombre de ces pays en Amérique latine, dont le Mexique, le Brésil et le Pérou, ont réussi à abaisser l'inflation de façon marquée pendant les années 1990 et ont récemment adopté des régimes de changes flottants et de cibles d'inflation — lesquels sont généralement perçus comme plus crédibles que ceux qu'ils ont remplacés. L'on croit en conséquence que les variations du taux de change ne se répercutent plus autant sur les prix dans ces économies émergentes, bien que l'on ne dispose que d'observations fragmentaires à ce sujet ou d'études de cas, faute de données suffisantes pour mener une étude économétrique. Lorsqu'une cible d'inflation a été définie, il est très important, bien sûr, que les autorités sachent si l'adoption du nouveau régime de politique monétaire a modifié l'incidence des mouvements du taux de change. Le modèle des auteurs aide à comprendre pourquoi l'on peut s'attendre à une diminution de cette incidence en pareil cas. Dans le cas de ces économies émergentes, par exemple, le modèle prévoit qu'un recul de l'inflation entraîne une accentuation de la rigidité des prix et, par ricochet, une baisse du degré de transmission des variations du taux de change.

## Bibliographie

- Rotemberg, J. J. (1982). « Sticky Prices in the United States », *Journal of Political Economy*, vol. 90, n° 6, p. 1187-1211.
- Taylor, J. B. (2000). « Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms », *European Economic Review*, vol. 44, n° 7, p. 1389-1408.