

L'incidence des variations de change sur les prix a-t-elle vraiment diminué? Données récentes tirées de la littérature

Jeannine Bailliu, département des Analyses de l'économie canadienne; Wei Dong, département des Analyses de l'économie internationale; et John Murray, sous-gouverneur

- *De nombreuses études empiriques montrent que la corrélation entre les variations des prix à la consommation et les mouvements du taux de change nominal est très faible et va décroissant depuis une vingtaine d'années dans un vaste ensemble de pays.*
- *Le degré de transmission des variations de change aux prix a récemment fait l'objet de travaux plus approfondis dans le contexte de modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques adaptés à un cadre d'économie ouverte où les prix sont rigides. Les conclusions de ces travaux remettent en question les résultats d'études antérieures qui faisaient appel à des équations de forme réduite. En particulier, le degré de répercussion des mouvements de change sur les prix à l'importation pourrait être plus important que ne l'indiqueraient les paramètres estimés des équations de régression de forme réduite, à cause du biais économétrique induit par l'endogénéité du taux de change.*
- *On dispose néanmoins de données assez éloignées qui portent à croire que l'incidence des variations de change sur les prix à la consommation mesurée sur le court terme a été atténuée par l'adoption de régimes de politique monétaire plus crédibles. En l'occurrence, les résultats des modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques confirment ceux des modèles de forme réduite.*
- *Les études fondées sur l'utilisation de microdonnées offrent un champ d'action prometteur pour la recherche, puisqu'elles peuvent nous aider à mieux comprendre le phénomène de la transmission des mouvements de change en éclairant quelques-uns de ses déterminants au niveau microéconomique.*

Les banquiers centraux et les universitaires s'intéressent depuis longtemps au degré de transmission des variations du taux de change aux prix, c'est-à-dire à l'effet direct des fluctuations de la valeur externe de la monnaie d'un pays sur le prix intérieur des biens et services importés et les prix intérieurs en général. Par exemple, on s'attend normalement à ce qu'une dépréciation du dollar canadien se traduise par une augmentation des prix des biens importés au Canada. Si la dépréciation est entièrement répercutée sur les prix à l'importation, on dit que sa transmission est intégrale ou complète. Si elle n'est que partiellement répercutée, on parle alors d'une transmission partielle ou incomplète.

Le processus de transmission comprend deux étapes. À la première, les mouvements du taux de change se répercutent sur les prix à l'importation, tandis qu'à la seconde étape, les variations des prix à l'importation sont communiquées à l'indice des prix à la consommation (IPC)¹. La réaction des prix à l'importation aux mouvements de change importe certes, mais c'est l'évolution de l'IPC qui compte le plus aux yeux des responsables de la politique monétaire au Canada et dans les autres pays qui poursuivent une cible d'inflation. Le degré de transmission des variations de change à l'IPC est fonction de la mesure dans laquelle celles-ci se répercutent d'abord sur les prix des biens importés, de la part occupée par les importations dans le panier des biens de consommation et de la réaction aux mouvements de change des prix des produits fabriqués au pays. Le degré et la vitesse de la transmission aux prix des biens importés sont, pour leur part, influencés par la durée prévue de la dépréciation ou

¹ Au travers aussi bien des prix des biens concurrencés par les importations que des prix des intrants importés.

La transmission des variations de change et la projection de la Banque en matière d'inflation

La projection de la Banque en matière d'inflation — un élément clé de la conduite de la politique monétaire — se fonde sur TOTEM, un modèle structurel d'équilibre général dynamique et stochastique sophistiqué, qui représente l'économie canadienne et comporte cinq secteurs¹. Dans ce modèle, la mesure dans laquelle les variations du taux de change se répercutent sur les prix dépend de nombreux facteurs, par exemple la part des importations dans le panier de l'IPC, la fréquence

des révisions de prix et la réponse attendue de l'autorité monétaire. Fait à noter, on suppose que la politique monétaire peut influencer sensiblement à court terme sur le degré de transmission par l'effet qu'elle exerce sur les anticipations d'inflation. Le degré de répercussion des mouvements de change sur l'indice de référence (l'IPC hors composantes volatiles) est très faible à court terme (environ 0,03 après un an et 0,05 après deux ans), et le modèle suppose qu'à long terme, tous les prix, dont le taux de change, varieront dans la même proportion par suite d'un choc de taux de change.

1 Pour plus d'information sur TOTEM, se référer à l'article de Murchison et Rennison (2006).

de l'appréciation de la monnaie, les coûts liés à l'ajustement des prix, les conditions de la demande et l'élasticité de substitution entre fournisseurs nationaux et étrangers².

Les nombreuses recherches sur le sujet ont permis de dégager plusieurs faits stylisés. Premièrement, il semble qu'en règle générale, la dépréciation ou l'appréciation de la monnaie locale ne se transmette pas intégralement aux prix à l'importation, exprimés dans cette monnaie, même à long terme. Deuxièmement, les mouvements de change se répercutent sur les prix avec un certain décalage, de sorte que leur incidence paraît beaucoup moins élevée sur le court terme que sur le long terme. Troisièmement, le degré de transmission varie considérablement d'un secteur d'activité à l'autre. Les variations du taux de change se répercutent davantage dans les secteurs qui produisent des biens homogènes, comme l'énergie et les matières premières, et moins dans ceux qui produisent des biens manufacturés plus différenciés. Enfin, selon certaines observations et diverses études empiriques, le degré de transmission des mouvements de change aux prix à la consommation aurait diminué au fil des années.

La question de savoir si le degré de transmission des variations du taux de change a baissé est d'un intérêt capital pour les banques centrales, car une telle baisse

impliquerait que ces fluctuations ont moins d'effet sur les prix à la consommation, et donc sur l'inflation à court terme, qu'on ne l'a cru jusqu'ici. L'analyse de cette question a des implications importantes pour la conduite de la politique monétaire au Canada, surtout dans un contexte caractérisé par des mouvements marqués du dollar canadien. En effet, lorsque la valeur du dollar canadien se modifie de façon durable, la Banque du Canada se doit d'estimer avec précision l'incidence de cette variation sur la trajectoire projetée du taux d'inflation — un élément clé de la conduite de la politique monétaire. Pour en savoir plus à ce sujet, voir l'encadré.

Dans le prolongement de l'article de Bailliu et Bouakez paru dans la livraison du printemps 2004 de la *Revue de la Banque du Canada*, nous réexaminons ici d'un œil critique l'hypothèse voulant que le degré de répercussion du taux de change ait régressé, à la lumière de travaux effectués récemment à l'aide de modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques. Ces travaux font ressortir les failles que peuvent présenter les études basées sur l'emploi d'équations de forme réduite — qui constituaient jusqu'à maintenant la principale source de données sur cette question. Nous analysons également des informations tirées de recherches récentes mettant à profit des microdonnées. Nous terminons par une revue des implications du point de vue de la politique monétaire.

2 Si le prix d'un bien importé augmente à cause de la dépréciation de la monnaie nationale, les importateurs peuvent changer de fournisseurs. Cette transmission sera qualifiée de faible, même si, dans les faits, elle est peut-être complète.

Le degré de transmission des variations de change a-t-il diminué?

Avant d'analyser les résultats en ce sens, nous allons examiner les mécanismes qui, selon la littérature, pourraient avoir réduit l'incidence des mouvements de change, en portant notre attention tout d'abord sur les prix à l'importation, puis sur les prix à la consommation.

Pourquoi les variations de change se seraient-elles moins répercutées sur les prix à l'importation ces dernières années?

Parce que, entre autres choses, l'imbrication des échanges commerciaux s'est accrue : les chaînes d'approvisionnement sont devenues plus interdépendantes et mieux intégrées à l'économie mondiale, et la plupart des sociétés multinationales produisent et échangent des biens intermédiaires de même que des biens finaux. Compte tenu de cette intégration verticale, l'évolution du taux de change peut influencer directement sur les décisions concernant la production de biens finaux, ou indirectement par le truchement des variations des prix des intrants (Aksoy et Riyanto, 2000). Le fait que les entreprises délocalisent de plus en plus une partie de leur production peut avoir contribué à réduire le degré de transmission des variations de change aux prix à l'importation, la production étant répartie dans un grand nombre de pays exposés à des mouvements de change différents. Il est important de souligner, comme le fait Murray (2008), que les fluctuations de change qui ne se répercutent pas sur les prix des biens importés doivent être absorbées par les exportateurs étrangers. Par conséquent, dans l'optique des importateurs, la diminution de l'incidence des mouvements de change est associée à une plus grande sensibilité des prix à l'exportation à ceux-ci.

De plus, le rôle joué par les gros importateurs donne à penser que le récent phénomène de la mondialisation a concouru à réduire le degré de répercussion observé des variations de change (Dvir, 2007). Les gros importateurs disposent d'un important pouvoir de marché; ils ont notamment la capacité de choisir leurs fournisseurs en fonction du lieu géographique. Si le taux de change fluctue, il sera optimal pour eux de recourir à des pratiques discriminatoires pour leurs appels d'offres et de changer purement et simplement de fournisseur. Ainsi, les prix moins élevés recevront une pondération plus forte dans les indices calculés des prix à l'importation, et le degré de transmission observé sera plus faible.

Une autre explication, complémentaire peut-être, repose sur l'idée que la composition des importations se serait modifiée au profit des secteurs où le degré de transmission est moindre. Dans leur étude sur les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques pour la période 1975-2003, Campa et Goldberg (2005) obtiennent des résultats qui corroborent cette idée. L'atténuation de l'incidence des mouvements de change sur les prix à l'importation pourrait donc s'expliquer par l'évolution de la composition du panier des importations de chaque pays, en particulier le recul du poids relatif des produits de base en faveur des biens venant des secteurs où le degré de différenciation est plus élevé et le degré de transmission est plus bas, comme celui de la fabrication.

Il se peut que la composition des importations se soit modifiée au profit des secteurs où le degré de transmission est moindre.

Enfin, l'importance grandissante des marchés émergents dans l'économie mondiale ne serait pas étrangère non plus à la baisse récente du degré de répercussion des variations de change sur les prix des biens importés. Il se peut de fait que l'intégration rapide et notable des économies émergentes dans les marchés mondiaux ait contribué à cette baisse dans de nombreux pays industriels en favorisant un recours accru à la fixation des prix en fonction du marché. La diminution de la transmission aux prix à l'importation dans certains pays avancés, notamment aux États-Unis, cadre avec une hausse de la proportion des importations en provenance des marchés émergents, dont bon nombre établissent leurs prix en fonction du marché (Bussière et Peltonen, 2008). Par ailleurs, la poussée des exportations de la Chine vers les États-Unis pourrait aussi expliquer en partie l'incidence réduite des mouvements de change ces dernières années (Marazzi et Sheets, 2007). Fait intéressant, Marazzi et Sheets notent que les diminutions les plus fortes ont été enregistrées dans les catégories d'importations américaines où la Chine a vu sa part de marché augmenter³.

³ De plus, en raison de la mondialisation croissante, beaucoup de détaillants ont maintenant le choix entre un plus grand nombre de fournisseurs. Par conséquent, lorsque le taux de change se modifie, l'importateur n'a qu'à changer de fournisseur, ce qui laisse l'impression que le degré de transmission des mouvements de change a diminué.

Pourquoi les variations de change se seraient-elles moins répercutées sur les prix à la consommation récemment?

Si la réaction des prix à l'importation aux mouvements de change est un facteur important, c'est l'évolution de l'IPC qui compte le plus aux yeux des responsables de la politique monétaire au Canada et dans les autres pays ayant une cible d'inflation. Le degré de répercussion des variations de change sur les prix à l'importation est certes l'un des éléments déterminants de l'intensité de la transmission aux prix à la consommation, mais d'autres facteurs entrent en jeu.

Premièrement, les coûts de distribution — transport, commercialisation, services, etc. — peuvent faire diverger sensiblement les prix à l'importation et les prix à la consommation. Par exemple, selon Berger et autres (2009), les marges de distribution seraient de l'ordre de 50 à 70 % aux États-Unis. Comme le gros de ces coûts se rapporte à des services non échangeables internationalement, les prix à la consommation se trouveraient en grande partie à l'abri des effets des fluctuations du taux de change (Burstein, Neves et Rebelo, 2003; Goldberg et Campa, 2008; Berger et autres, 2009).

Deuxièmement, la politique monétaire pourrait expliquer dans une bonne mesure le recul de l'incidence des variations de change sur les prix à la consommation. Taylor (2000) et d'autres auteurs soutiennent que la création d'un solide point d'ancrage nominal dans de nombreux pays au cours des vingt dernières années a peut-être contribué à réduire le degré de transmission des mouvements de change. Selon ces auteurs, ce degré est essentiellement fonction de la persistance des chocs de taux de change et de prix, laquelle tend à s'atténuer dans une économie où le taux d'inflation est bas et où la politique monétaire est davantage crédible⁴. Le point de vue de Taylor est étayé par les travaux de Bailliu et Fujii (2004) et de Gagnon et Ihrig (2004), qui montrent que les points de rupture dans les estimations du coefficient de transmission coïncident avec des modifications du régime de politique monétaire dans un certain nombre de pays, dont le Canada. Dans deux études où ils utilisent des modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques, Bouakez et Rebei (2008) et Murchison (2009) tendent eux aussi à conclure que l'incidence à court terme des mouvements de change diminue après l'adoption d'une cible d'inflation.

⁴ Comme le prédisait Taylor (2000), l'adoption au Canada d'une politique monétaire axée sur la poursuite d'une cible d'inflation s'est accompagnée d'une baisse importante de la persistance de l'inflation (Mendes et Murchison, 2009-2010).

Enfin, la concurrence accrue entre les détaillants présents sur le marché local peut également influencer à la baisse sur le degré de transmission des variations de change aux prix à la consommation. Comme le soulignent Bacchetta et van Wincoop (2003), l'insensibilité des prix de détail aux modifications du taux de change peut être le résultat de l'application d'une stratégie optimale du point de vue du détaillant. En effet, lorsque la concurrence s'intensifie sur le marché national, le détaillant peut avoir intérêt à absorber, à même sa marge, une partie de l'incidence des fluctuations de change, peu importe la sensibilité au taux de change des prix à la frontière. En outre, lorsque les biens non échangeables et les biens importés sont peu substituables entre eux, les prix des premiers peuvent être très rigides, même après de fortes variations de change, d'où la très faible réaction du niveau général des prix à la consommation.

Résultats fournis par les modèles macroéconomiques de forme réduite

De nombreuses études empiriques montrent que la corrélation entre les variations des prix à la consommation et les mouvements du taux de change nominal est très faible et va décroissant depuis une vingtaine d'années dans un vaste ensemble de pays. Ihrig, Marazzi et Rothenberg (2006) concluent que le degré de transmission des variations de change aux prix à l'importation a diminué entre 1990 et 2004 dans tous les pays du Groupe des Sept par rapport à la situation observée entre 1975 et 1989; la diminution est statistiquement significative dans le cas des États-Unis, du Japon et de la France. On note également une atténuation de l'incidence des mouvements de change dans les pays en développement, où la transmission de ces mouvements a semblé par le passé plus forte et plus rapide que dans les économies avancées (Frankel, Parsley et Wei, 2005).

Marazzi et Sheets (2007) constatent une baisse soutenue de l'incidence des variations du taux de change sur les prix à l'importation aux États-Unis : ces fluctuations se seraient transmises à hauteur de 20 % environ dans la dernière décennie, alors qu'elles se répercutaient à plus de 50 % sur les prix dans les années 1970 et 1980. De leur côté, di Mauro, Ruffer et Bunda (2008) concluent que le degré de répercussion des mouvements de change sur les prix des biens importés dans la zone euro pourrait avoir légèrement diminué au cours des dernières années. Finalement, dans leur étude sur le Japon, Otani, Shiratsuka et

Shirota (2003) observent pour les années 1990 une réduction du degré de transmission des variations de change aux prix à l'importation.

L'une des illustrations les plus éclatantes de la faible corrélation macroéconomique entre les taux de change et l'inflation nous est fournie par des études de cas où, à certaines périodes, les prix ont très peu réagi à une forte dépréciation de la monnaie.

L'une des illustrations les plus éclatantes de la faible corrélation macroéconomique entre les taux de change et l'inflation nous est fournie par des études de cas où, à certaines périodes, les prix ont très peu réagi à une forte dépréciation de la monnaie (Burstein, Eichenbaum et Rebelo, 2007). Ainsi, dans quelques pays d'Asie, telle la Corée du Sud, l'inflation est restée plutôt stable après que la monnaie nationale a perdu une bonne partie de sa valeur à l'automne 1997. De même, l'inflation au Royaume-Uni est demeurée à un bas niveau après le retrait du pays du mécanisme de change européen, en 1992.

Faibles possibles des modèles de forme réduite

Les conclusions de travaux empiriques présentées ci-dessus reposent généralement sur des régressions en forme réduite, qui renvoient surtout à des modèles d'équilibre partiel. Cette méthode consiste d'ordinaire à estimer une équation où le taux d'inflation (mesuré par l'indice de prix pertinent) dépend des variations présentes et passées du taux de change nominal et d'autres variables de contrôle proposées par la théorie économique. Les coefficients relatifs aux variables de taux de change sont alors interprétés comme des estimations du degré de transmission des mouvements de change. On peut toutefois se demander si cette méthode permet réellement de tirer des conclusions rigoureuses en ce qui touche la politique monétaire, et ce, pour trois grandes raisons.

Premièrement, les variations de change sont assimilées à un processus exogène dans les études qui s'appuient sur des modèles de forme réduite, alors que dans la pratique, les taux de change sont déterminés

de manière endogène et sont souvent une fonction des variables macroéconomiques. Les modèles de forme réduite font donc abstraction des canaux par lesquels les variables macroéconomiques peuvent influencer sur le taux de change. Par exemple, la réaction des autorités monétaires aux tensions inflationnistes peut entraîner une hausse des taux d'intérêt intérieurs et, partant, une appréciation de la monnaie nationale. Dans ce cas, l'appréciation en question sera parfois associée à la montée des prix plutôt qu'à leur diminution : c'est ce qu'on peut appeler un effet de transmission pervers. En posant que les taux de change sont déterminés de façon exogène, les modèles de forme réduite font abstraction de l'important effet de rétroaction qui va des prix aux taux d'intérêt, des taux d'intérêt aux taux de change et, finalement, de ces derniers aux prix.

En posant que les taux de change sont déterminés de façon exogène, les modèles de forme réduite font abstraction de l'important effet de rétroaction qui va des prix aux taux d'intérêt, des taux d'intérêt aux taux de change et, finalement, de ces derniers aux prix.

Deuxièmement, les spécifications de forme réduite peuvent donner des résultats trompeurs, parce que les liens établis entre les variables considérées ne reposent pas sur un cadre structurel. En particulier, les coefficients de transmission calculés dans le contexte d'équations de forme réduite ne permettent pas de préciser dans quelle mesure certains facteurs, par exemple le degré de rigidité des prix, expliquent la répercussion des mouvements de change, et ils peuvent en outre aboutir à des causalités erronées.

Enfin, les modèles de forme réduite nous renseignent peu sur la force et le caractère du lien entre le degré de transmission des variations du taux de change et la nature des chocs. Les mouvements de change sont le signe de changements fondamentaux sur les marchés mondiaux. Certains changements ont un effet direct sur la demande relative de biens et services canadiens, tandis que d'autres non. Ils peuvent avoir des répercussions très différentes sur l'économie, suivant la nature des chocs. Plus particulièrement, les taux de change et les prix sont déterminés

conjointement, et ils réagissent aux chocs structurels. En conséquence, le degré de transmission des fluctuations de change sera fonction de la nature des chocs touchant l'économie.

Le degré de transmission des variations de change a fait l'objet de travaux plus approfondis dans le contexte de modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques adaptés à un cadre d'économie ouverte où les prix sont rigides. Ces modèles permettent d'éviter le problème de l'endogénéité parce qu'ils tiennent compte du fait que les prix et le taux de change nominal sont déterminés simultanément. Dans un modèle structurel, des chocs peuvent également être simulés et leurs conséquences analysées. Les conclusions de ces travaux remettent en question les résultats d'études antérieures qui faisaient appel à des équations de forme réduite.

Murchison (2009) applique un modèle d'équilibre général dynamique et stochastique à une économie ouverte pour illustrer le genre de conclusions erronées auxquelles peuvent mener les modèles de forme réduite. Il constate que lorsque les autorités monétaires réagissent avec plus de vigueur aux fluctuations de l'écart de production et de l'inflation, le coefficient de transmission estimé diminue considérablement. Ce coefficient se rapproche même de zéro quand on étalonne la fonction de réaction de la Banque d'après l'évolution de la politique monétaire observée au Canada depuis l'adoption d'une cible d'inflation explicite en 1991. Dans le modèle retenu, les salaires et les prix présentent une certaine rigidité à court terme mais s'ajustent parfaitement à long terme, de sorte que les chocs temporaires ne modifient pas de façon permanente les prix relatifs. Les chocs de taux de change sont compensés à terme par une augmentation proportionnelle des prix à l'importation, qui se répercute intégralement sur les prix à la consommation. La transmission des variations de change est donc, par hypothèse, complète en longue période, mais incomplète en courte période à cause de la présence de rigidités nominales et réelles. Néanmoins, lorsque la banque centrale réagit plus énergiquement aux attentes d'inflation, le degré de répercussion du taux de change *calculé* sur le court terme descend rapidement à zéro, même lorsque le coefficient de transmission à court terme est présumé positif dans le modèle structurel sous-jacent.

Bouakez et Rebei (2008) fournissent des données qui appuient les conclusions de Murchison. Ils estiment un modèle d'équilibre général dynamique et stochastique pour le Canada sur deux périodes différentes, l'une antérieure et l'autre postérieure à l'instauration de cibles d'inflation. Ces auteurs constatent que le degré

de transmission des variations du taux de change aux prix à l'importation est stable et significatif au Canada, contrairement à ce qu'indiquent les résultats d'études fondées sur des modèles de forme réduite⁵. Par contre, ils observent, à l'instar de Murchison, que le degré de répercussion du taux de change sur les prix à la consommation a diminué avec l'adoption d'un régime de ciblage de l'inflation.

Apports d'études récentes fondées sur les microdonnées

Outre les travaux basés sur les indices globaux de prix, on compte des études où l'incidence des variations du taux de change sur les prix a été examinée à l'échelle des secteurs d'activité, des entreprises et des biens à l'aide de microdonnées, qu'il est plus facile d'obtenir depuis quelques années. Il ressort généralement de ces études que la rigidité observée dans les indices globaux ne reflète pas la grande souplesse et variabilité affichée à plus petite échelle par le comportement des prix (Nakamura et Steinsson, 2008; Crucini et Telmer, 2007). En particulier, la fréquence des révisions de prix varie sensiblement selon le bien considéré.

Gopinath et Itskhoki (2010) étudient le rapport entre la fréquence des ajustements de prix et le degré de transmission des mouvements de change à long terme au moyen de microdonnées du Bureau of Labour Statistics sur les prix à l'exportation et à l'importation pratiqués aux États-Unis. Ils notent que les entreprises qui révisent leurs prix peu souvent ont aussi tendance à moins répercuter les variations de change — même après plusieurs périodes et des cycles répétés d'ajustement des prix — que les entreprises qui modifient fréquemment leurs prix. À l'échelle de l'économie, si plus d'entreprises ajustaient leurs prix à intervalles éloignés, le degré de transmission des mouvements de change baisserait.

Le plus grand nombre de microdonnées désormais disponibles nous permet également de mieux comprendre les déterminants structurels de la transmission des variations de change. Cette compréhension est importante non seulement pour prédire les tendances de cette transmission, mais encore pour

5 Étant donné qu'au Canada, les prix à l'importation de bon nombre de produits sont obtenus en multipliant le prix du bien importé en monnaie étrangère par le taux de change nominal, les estimations du degré de transmission calculées dans les études qui font appel à des modèles de forme réduite risquent d'être entachées d'un biais positif. Or, les modèles d'équilibre général permettent d'estimer le degré de répercussion du taux de change sur les prix à l'importation sans devoir utiliser de données concernant ces prix, car les paramètres structurels influant sur le comportement des prix à l'importation peuvent être déterminés indirectement au moyen des liens établis dans le modèle structurel.

parvenir à chiffrer le phénomène. Les travaux se fondant sur des microdonnées ont porté jusqu'ici sur divers secteurs (p. ex., l'automobile, la bière ou le café) et ont livré des résultats étonnamment robustes, mettant notamment en avant le rôle du coût local des services non échangeables dans la répercussion incomplète des variations du taux de change (Goldberg et Hellerstein, 2008). Bien qu'elles soient assez peu nombreuses, les études basées sur l'emploi de microdonnées offrent un champ d'action prometteur pour la recherche.

Implications pour la politique monétaire

S'il fallait voir les mouvements du taux de change uniquement comme une autre source de brouillage — qui défigurerait les signaux transmis par les prix intérieurs et altérerait l'efficacité du marché —, la moindre baisse de leur degré de transmission serait la bienvenue. Cependant, dans la mesure où l'on croit que les taux de change fluctuent pour une raison précise, en fonction de facteurs fondamentaux, il y aurait lieu de s'inquiéter de toute interférence avec ce mécanisme de transmission. Les variations de change peuvent beaucoup influencer la dynamique de l'inflation, que ce soit en agissant directement sur les prix ou par la voie indirecte des fluctuations de la dépense et de la production globales. Les décideurs publics doivent être capables de prévoir quelle sera la grandeur de ces effets, afin d'évaluer l'ampleur et le degré de persistance des tensions inflationnistes sous-jacentes et de formuler les mesures de politique monétaire que dicte la situation.

Les variations des prix relatifs entre pays sont importantes du point de vue de l'efficacité allocative et constituent un élément essentiel du processus d'ajustement macroéconomique mondial.

De manière plus générale, l'incidence des mouvements de change sur les prix peut aider l'économie à absorber les chocs en provoquant des transferts de dépenses qui l'amèneront à un nouvel équilibre. Les variations des prix relatifs entre pays sont importantes du point de vue de l'efficacité allocative et constituent

un élément essentiel du processus d'ajustement macroéconomique mondial. Par exemple, dans un pays qui enregistre un déficit de la balance courante, les transferts de dépenses induits par une dépréciation de la monnaie nationale permettent de réorienter la consommation et l'investissement vers des biens non importés, en même temps que cette dépréciation rend les exportations du pays plus intéressantes à l'étranger. Les avantages d'un régime de changes flottants dépendent d'ailleurs du degré de transmission des variations de change, puisque l'ampleur des transferts de dépenses que peuvent provoquer ces fluctuations — un élément capital souvent cité en faveur de ce genre de régime — est déterminée par l'incidence des mouvements de change sur les prix à l'importation.

Conclusions

Nous pouvons tirer plusieurs conclusions majeures de cette analyse critique des résultats d'études récentes sur la transmission des variations du taux de change. Premièrement, on dispose de données assez éloquentes qui portent à croire que l'incidence des mouvements de change sur les prix à la consommation mesurée sur le court terme a été atténuée par l'adoption de régimes de politique monétaire plus crédibles. En l'occurrence, les résultats des modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques confirment ceux des modèles de forme réduite. Deuxièmement, le degré de répercussion des fluctuations de change sur les prix à l'importation pourrait néanmoins être plus important que ne l'indiqueraient les paramètres estimés des équations de régression de forme réduite, à cause du biais économétrique lié à l'endogénéité du taux de change. En adaptant librement la formule d'avertissement que l'on peut lire sur le rétroviseur extérieur des voitures, nous pourrions dire que « les effets des variations de change sur les prix à l'importation peuvent être plus grands qu'ils ne paraissent ». De même, les avantages d'un taux de change flexible peuvent être plus grands qu'ils ne paraissent, puisque l'ampleur des transferts de dépenses que peuvent provoquer ses fluctuations — un aspect crucial souvent cité à l'appui des régimes de changes flottants — dépend largement du degré de répercussion des variations de change sur les prix à l'importation. Troisièmement, les études fondées sur l'utilisation de microdonnées offrent un champ d'action prometteur pour la recherche, car elles peuvent nous aider à mieux comprendre le phénomène de la transmission des mouvements de change en éclairant quelques-uns de ses déterminants au niveau microéconomique.

Ouvrages et articles cités

- Aksoy, Y., et Y. E. Riyanto (2000). « Exchange Rate Pass-Through in Vertically Related Markets », *Review of International Economics*, vol. 8, n° 2, p. 235-251.
- Bacchetta, P., et E. van Wincoop (2003). « Why do Consumer Prices React Less Than Import Prices to Exchange Rates? », *Journal of the European Economic Association*, vol. 1, n°s 2-3, p. 662-670.
- Bailliu, J., et H. Bouakez (2004). « La transmission des variations des taux de change dans les pays industrialisés », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 21-31.
- Bailliu, J., et E. Fujii (2004). *Exchange Rate Pass-Through and the Inflation Environment in Industrialized Countries: An Empirical Investigation*, document de travail n° 2004-21, Banque du Canada.
- Berger, D., J. Faust, J. H. Rogers et K. Stevenson (2009). *Border Prices and Retail Prices*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 972.
- Bouakez, H., et N. Rebei (2008). « Has Exchange Rate Pass-Through Really Declined? Evidence from Canada », *Journal of International Economics*, vol. 75, n° 2, p. 249-267.
- Burstein, A. T., M. Eichenbaum et S. Rebelo (2007). « Modeling Exchange Rate Passthrough after Large Devaluations », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, n° 2, p. 346-368.
- Burstein, A. T., J. C. Neves et S. Rebelo (2003). « Distribution Costs and Real Exchange Rate Dynamics during Exchange-Rate-Based Stabilizations », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n° 6, p. 1189-1214.
- Bussière, M., et T. Peltonen (2008). *Exchange Rate Pass-Through in the Global Economy: The Role of Emerging Market Economies*, document de travail n° 951, Banque centrale européenne.
- Campa, J. M., et L. S. Goldberg (2005). « Exchange Rate Pass-Through into Import Prices », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 87, n° 4, p. 679-690.
- Crucini, M. J., et C. Telmer (2007). *Microeconomic Sources of Real Exchange Rate Variability*. Internet : http://www.ny.frb.org/research/conference/2007/ex_rates/Crucini.pdf.
- di Mauro, F., R. Ruffer et I. Bunda (2008). *The Changing Role of the Exchange Rate in a Globalised Economy*, étude spécifique n° 94, Banque centrale européenne.
- Dvir, E. (2007). *Globalization, Optimal Auctions and Exchange Rate Pass-Through*. Internet : <http://cep.lse.ac.uk/seminarpapers/29-01-08-DVI.pdf>.
- Frankel, J. A., D. C. Parsley et S.-J. Wei (2005). *Slow Passthrough around the World: A New Import for Developing Countries?*, document de travail n° 11199, National Bureau of Economic Research.
- Gagnon J. E., et J. Ihrig (2004). « Monetary Policy and Exchange Rate Pass-Through », *International Journal of Finance and Economics*, vol. 9, n° 4, p. 315-338.
- Goldberg, L. S., et J. M. Campa (2008). *The Sensitivity of the CPI to Exchange Rates: Distribution Margins, Imported Inputs, and Trade Exposure*. Internet : <http://www.ny.frb.org/research/economists/goldberg/dist011108lg.pdf>.
- Goldberg, P. K., et R. Hellerstein (2008). « A Structural Approach to Explaining Incomplete Exchange-Rate Pass-Through and Pricing-to-Market », *The American Economic Review*, vol. 98, n° 2, p. 423-429.
- Gopinath, G., et O. Itskhoki (2010). « Frequency of Price Adjustment and Pass-Through », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n° 2, p. 675-727.
- Ihrig, J. E., M. Marazzi et A. D. Rothenberg (2006). *Exchange-Rate Pass-Through in the G-7 Countries*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 851.
- Marazzi, M., et N. Sheets (2007). « Declining Exchange Rate Pass-Through to U.S. Import Prices: The Potential Role of Global Factors », *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, n° 6, p. 924-947.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Mendes, R., et S. Murchison (2009-2010). « La baisse du degré de persistance de l'inflation au Canada : causes et conséquences », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 1-16.
- Murchison, S. (2009). *Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy: How Strong Is the Link?*, document de travail n° 2009-29, Banque du Canada.
- Murchison, S., et A. Rennison (2006). *ToTEM: The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model*, rapport technique n° 97, Banque du Canada.
- Murray, J. (2008). *Some Puzzles Related to Exchange Rate Pass-Through*, communication présentée dans le cadre d'un colloque tenu sous les auspices de l'Université de Bologne à Rimini (Italie), 8 mai.
- Nakamura, E., et J. Steinsson (2008). « Five Facts about Prices: A Reevaluation of Menu Cost Models », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, n° 4, p. 1415-1464.
- Otani, A., S. Shiratsuka et T. Shirota (2003). « The Decline in the Exchange Rate Pass-Through: Evidence from Japanese Import Prices », *Monetary and Economic Studies*, vol. 21, n° 3, p. 53-82.
- Taylor, J. B. (2000). « Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms », *European Economic Review*, vol. 44, n° 7, p. 1389-1408.