

Diminution de l'inflation au Canada

Le contexte est favorable à des baisses plus importantes que prévu des taux d'intérêt directs au pays

Le ralentissement économique en cours aux États-Unis, les tensions sur les marchés financiers et la détérioration des conditions de crédit au pays ont incité la Banque du Canada (BdC) à entreprendre un cycle d'assouplissement monétaire le 4 décembre dernier. Pourtant, certains risques inflationnistes sous-jacents à la bonne tenue de l'économie intérieure canadienne subsistent : l'écart par rapport au niveau potentiel de production est positif, les conditions prévalant sur le marché du travail demeurent serrées et les salaires réels sont à la hausse. La décélération plus rapide que prévu de l'inflation aura permis à la BdC d'agir préventivement. Selon toute vraisemblance, cela découle en bonne partie de l'accroissement des pressions concurrentielles liées à la vitalité du huard sur les prix.

« L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global est inférieure aux projections énoncées dans le Rapport, en raison surtout d'un ajustement du niveau des prix découlant de l'intensification des pressions concurrentielles dans le secteur du commerce de détail attribuable au niveau du dollar canadien. [...] Tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient glisser sous les 1 1/2 % d'ici le milieu de l'année avant de revenir à la cible de 2 % vers la fin de 2009. »

Banque du Canada, 24 janvier 2008

Pourtant, un fait abondamment documenté dans la littérature économique est la diminution des effets de diffusion (*pass-through*) liés à une appréciation du taux de change sur les prix à l'importation et, de façon encore plus notable, sur l'ensemble des prix à la consommation. Qu'en est-il vraiment? Et dans quelle mesure cela permettra-t-il à la Banque du Canada de poursuivre son assouplissement monétaire afin de contrer les méfaits de la baisse de la demande américaine pour nos produits d'exportation et de la détérioration des conditions de crédit¹, en dépit des pressions inflationnistes liées à la vitalité de la demande intérieure canadienne?

Dans ce *Point de vue économique*, nous montrons que les effets de diffusion entre le taux de change et les prix à l'importation sont demeurés relativement stables au cours des dernières années, et ce, surtout si l'on exclut les prix du pétrole. Toutefois, nous trouvons que la transmission aux prix à la consommation (IPC) est très faible, voire quasi inexistante.

Nous expliquons les ajustements récents de l'IPC par un changement de perception de la part des agents économiques face à l'ampleur et au caractère durable de l'appréciation du dollar canadien. Dans ces conditions, la vitalité du huard (qui a évolué près de la parité en moyenne depuis octobre) continuera d'exercer des pressions à la baisse sur les prix des biens de consommation canadiens au cours des prochains mois. Une telle situation permettrait à la BdC de poursuivre son assouplissement monétaire.

¹ Généralement, l'effet de diffusion du taux de change est défini comme la variation en pourcentage des prix à l'importation (ou à la consommation) résultant d'une variation de un pour cent du taux de change nominal.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste

Martin Lefebvre
Économiste senior

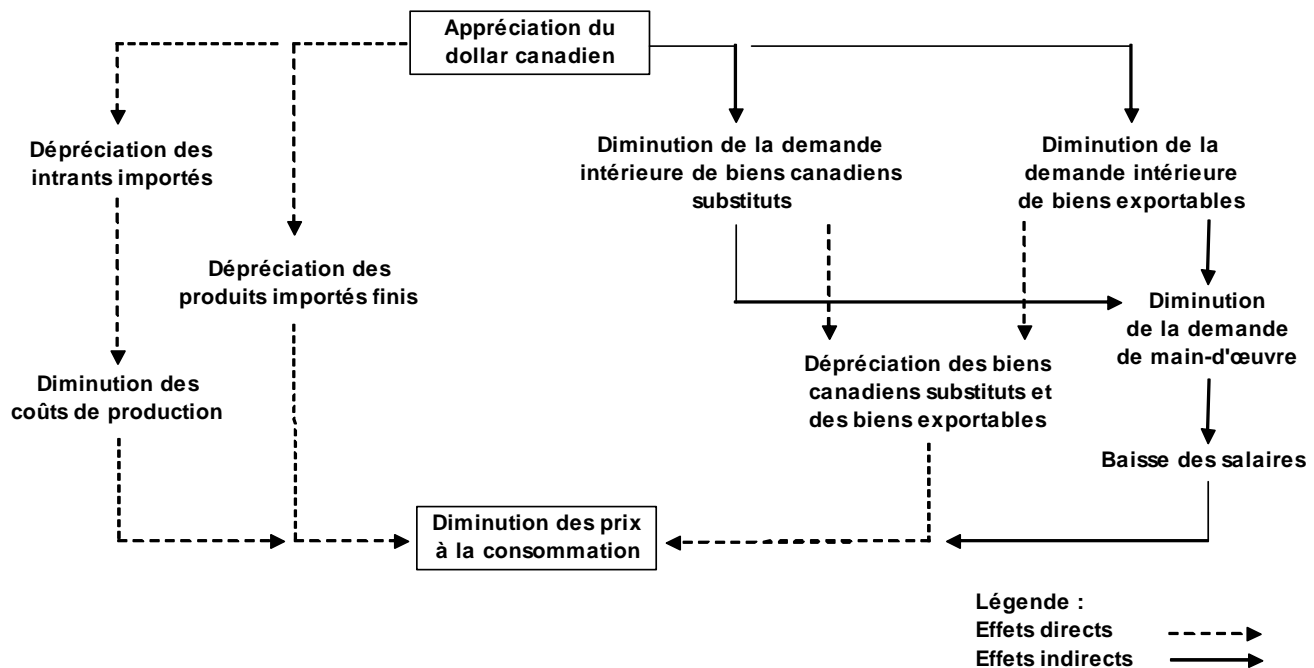
Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Tableau 1 - Canaux de transmission d'une appréciation du taux de change aux prix



Source : *Revue de la Banque du Canada*, hiver 1996-1997

CHAÎNE DE TRANSMISSION

À court terme, pour une petite économie ouverte comme le Canada, les fluctuations du taux de change ont inévitablement des répercussions sur le niveau des prix². Les effets peuvent être directs ou indirects (tableau 1).

Les effets directs reflètent la transmission des variations du taux de change aux prix à l'importation et, par conséquent, aux coûts de production, lesquels affectent, dans une certaine mesure, les prix à la consommation.

Les effets indirects relèvent de l'évolution de la balance commerciale. Lorsque la devise canadienne s'apprécie, la détérioration de la compétitivité des biens produits au pays et la hausse du pouvoir d'achat des ménages pour les biens produits à l'étranger provoquent une diminution des exportations nettes. Il en résulte un ralentissement de la demande agrégée canadienne, ce qui tend à apaiser les pressions inflationnistes.

² Pour une grande économie (*price maker*), l'effet déflationniste d'une appréciation du taux de change sur les prix domestiques est contrebalancé par une augmentation des prix mondiaux résultant d'une hausse de la demande mondiale. Une petite économie (*price taker*) n'a pas d'influence sur les prix mondiaux. Voir McCarthy (2007).

PRIX À L'IMPORTATION

La théorie économique montre toutefois que les effets de diffusion aux prix à l'importation sont limités et incomplets. Cela découle en partie du fait que la loi du prix unique et la parité des pouvoirs d'achat ne sont pas robustes³ et qu'il existe une segmentation des marchés, qu'il s'agisse des préférences des consommateurs (par exemple un biais local) ou des réglementations (par exemple le marché de l'automobile au Canada).

Pour les économies industrialisées, le *pass-through* d'une variation du taux de change aux prix à l'importation est d'environ 60 %, à court terme, et de 75 %, à plus long terme⁴.

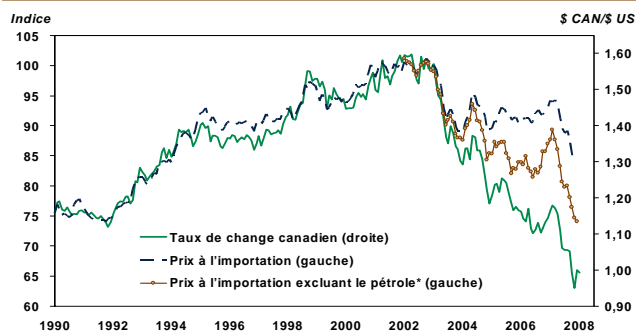
Au Canada, une simple comparaison montre une corrélation élevée entre l'évolution du taux de change et les fluctuations

³ La parité des pouvoirs d'achat est particulièrement faible pour les économies dont la devise est liée à l'évolution des prix des matières premières.

⁴ Voir Campa et Goldberg (2002). Ihrig, Marazzi et Rothenberg arrivent à des résultats similaires, mais ils montrent que le *pass-through* a diminué au fil des ans, passant de 70 % au cours des années 70 et 80 à près de 40 % au cours des 15 dernières années.

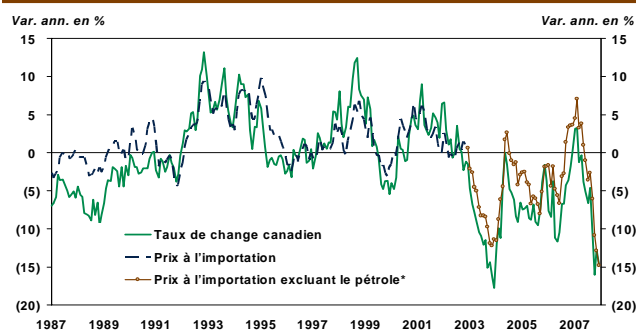
des prix à l'importation et un lien encore plus étroit si l'on exclut les prix de l'énergie⁵ (graphiques 1a et 1b).

Graphique 1a – Les prix à l'importation (surtout excluant l'énergie) et le taux de change montrent une corrélation très étroite



* Les données disponibles pour la construction de cet indice de prix ne débutent qu'en 2002.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 1b – Les fluctuations du taux de change canadien ont des effets directs sur les prix à l'importation excluant l'énergie



* Les données disponibles pour la construction de cet indice de prix ne débutent qu'en 2002.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Ainsi, conformément aux données les plus récentes pour le Canada⁶, nous trouvons une transmission élevée de plus de 70 % entre les variations du dollar canadien et les fluctuations des prix à l'importation⁷ (graphique 2).

PRIX À LA CONSOMMATION

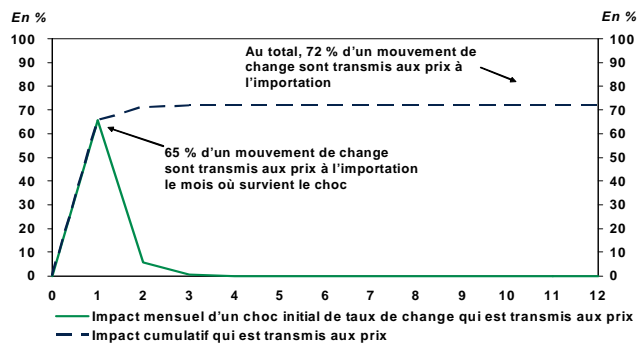
Habituellement, le *pass-through* aux prix à la consommation est beaucoup plus faible. Il se trouve que la baisse des coûts de production liée à la diminution des prix des produits

⁵ La hausse marquée des prix du pétrole en dollars américains depuis 2003 n'a été que partiellement contrebalancée par l'appréciation du dollar canadien au cours de la période.

⁶ Voir Bouakez et Rebei (2006).

⁷ Tel que relevé dans Bailliu et Fujii (2004) et Ihrig, Marazzi et Rothenberg (2006), l'élasticité entre le taux de change canadien et les prix à l'importation est peut-être surestimée en raison de la méthodologie employée par Statistique Canada pour indexer les prix à l'importation, qui consiste simplement à prendre une moyenne pondérée des prix à la production des principaux partenaires commerciaux du Canada et de les convertir en dollars canadiens en les multipliant par le taux de change nominal.

Graphique 2 – Diffusion d'un mouvement de taux de change sur les prix à l'importation au Canada



Source : Desjardins, Études économiques

d'importation est rarement transmise entièrement aux prix à la consommation. Les facteurs sont multiples⁸. Cela résulte en partie des coûts d'ajustement des prix, de la conjoncture de la demande, de la part des produits importés dans le panier de l'indice des prix à la consommation (IPC), de la volatilité du taux de change, de la substituabilité des biens locaux et importés, de la rigidité des prix et des salaires nominaux, de la discrimination par les prix, et de la nature (temporaire ou permanente) et de l'ampleur de l'appréciation du taux de change.

Pour les économies industrialisées, le *pass-through* sur l'IPC s'établit après un an en moyenne à 20 % depuis 1970, avec une forte diminution dans la deuxième moitié de l'échantillon.

Au Canada, étant donné la forte pénétration des produits importés (la part des importations au PIB est d'environ 30 %, ce qui en fait une économie très ouverte), on peut supposer une importante transmission aux prix à la consommation⁹. Or, conformément à la littérature, nous trouvons un lien de transmission très faible, voire quasi inexistant à court terme, et d'environ 10 % après un an (graphique 3). Cela nous rend perplexes étant donné que la part des importations dans le panier de l'IPC a augmenté au cours de cette même période¹⁰.

CONTRÔLE DE L'INFLATION

C'est que le *pass-through* est avant tout une fonction de la persistance des chocs du taux de change et des prix¹¹.

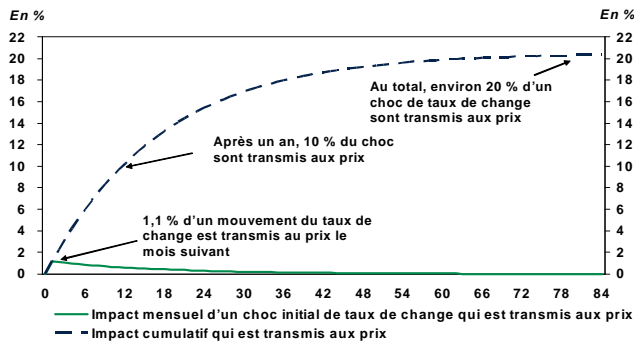
⁸ Pour plus de détails sur les raisons expliquant la faiblesse du *pass-through*, voir Mann (1986) et Krugman (1980).

⁹ *A priori*, plus la part des importations dans le panier de l'IPC est importante, plus le *pass-through* aux prix à la consommation devrait être élevé.

¹⁰ Selon la BdC, la part des importations dans l'IPC a augmenté au cours des dernières années, passant d'environ 15 % en 1976 à près de 27 % en 1997. Voir Banque du Canada (2000).

¹¹ Voir Taylor (2000) pour les généralités et Bouakez et Rebei (2006) pour le cas canadien.

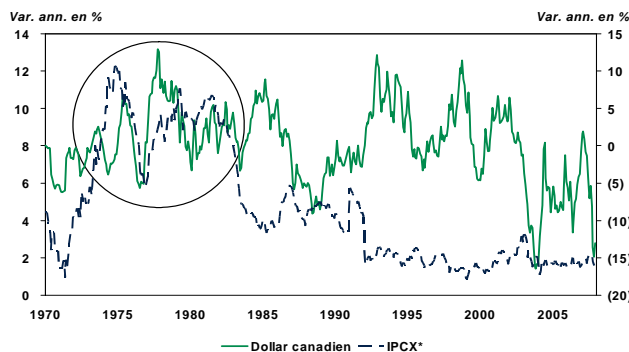
Graphique 3 – Diffusion d'un mouvement de taux de change sur les prix à la consommation au Canada



Source : Desjardins, Études économiques

L'hypothèse de base est que le contexte de faible inflation au sein de plusieurs pays industrialisés a réussi à diminuer les effets de transmission du taux de change aux prix à la consommation (graphique 4).

Graphique 4 – Le pass-through aux prix à la consommation est plus complet en période d'inflation élevée



* Indice des prix à la consommation excluant les 8 éléments les plus volatils.

Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Au bout du compte, la stabilité des prix au Canada s'explique avant tout par le choix d'un régime de politique monétaire orienté sur le contrôle de l'inflation¹². Dans ce contexte, les effets de court terme liés à une appréciation du taux de change sur l'inflation sont contrebalancés, à plus long terme, par l'effet des actions de la Banque centrale sur le taux de change¹³.

PERSISTANCE DE L'APPRÉCIATION DU DOLLAR CANADIEN

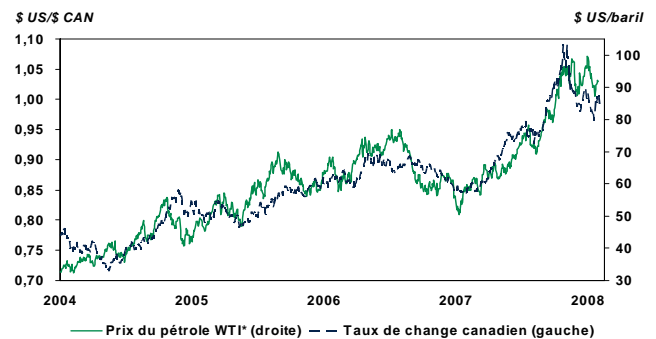
Bien que le *pass-through* ait diminué dans le temps, nous sommes d'avis que les récents ajustements baissiers

¹² Depuis 1991, la BdC a des cibles précises d'inflation.

¹³ Lorsque la BdC prévoit des pressions inflationnistes plus élevées (faibles), elle freine (stimule) la demande agrégée en augmentant (diminuant) les taux d'intérêt. Cela contribue aussi à apprécier (déprécier) le dollar canadien qui, à son tour, génère des effets de diffusion négatifs (positifs) sur les prix.

observables au sein des prix des biens se poursuivront au cours des prochains mois. Cela découle essentiellement de la perception des agents économiques (consommateurs, détaillants, gouvernements...) face à l'ampleur et au caractère durable de l'appréciation du dollar canadien. Il se peut, en raison de l'établissement de liens étroits entre le dollar canadien et les prix du pétrole, que l'appréciation de la devise soit maintenant perçue comme un choc plus durable (graphique 5).

Graphique 5 – L'évolution des prix du pétrole demeure un des principaux déterminants de l'évolution du huard



* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

De plus, l'atteinte de la parité a facilité la comparaison des prix avec le marché américain, ce qui devrait inciter les détaillants à réduire leur marge bénéficiaire et à poursuivre les ajustements des prix à la baisse¹⁴.

« Le fait que le dollar canadien se soit établi près de la parité avec le dollar É.-U. a apparemment amené les consommateurs à prendre conscience des écarts considérables qui existent entre les prix canadiens et américains, ce qui a entraîné une correction plus importante qu'anticipé des prix de certains biens, notamment des automobiles. »

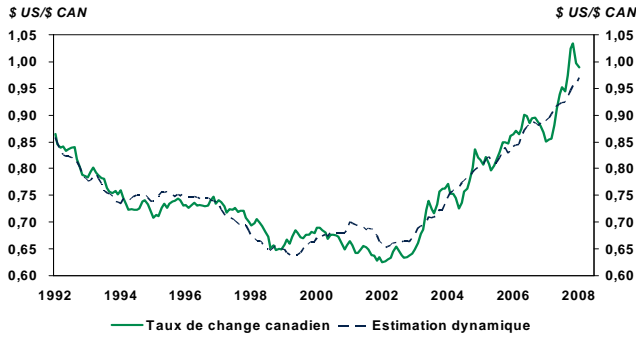
Banque du Canada, 24 janvier 2008

Par ailleurs, il semble que la nature de l'appréciation du dollar canadien ne soit pas exclusivement associée à une demande accrue pour les produits canadiens. Entre autres, le huard a largement bénéficié du pessimisme généralisé envers le billet vert et la devise a été l'objet des spéculateurs (graphique 6).

Dans ces conditions, il est possible que la baisse des prix à l'importation (générée par la hausse récente du dollar

¹⁴ Pour plus de détails sur les liens entre les prix du pétrole et le dollar canadien, voir le *Point de vue économique* « Une pétrodevise : un bienfait ou un fardeau pour l'économie canadienne? », 11 octobre 2006.

Graphique 6 – Le dollar canadien paraît moins surévalué



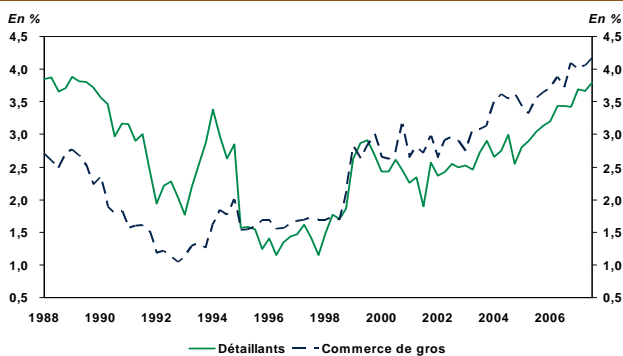
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

canadien) n'ait pas été entièrement contrebalancée par une hausse des prix à la consommation (résultant de l'accroissement de la demande agrégée canadienne), ce qui peut avoir conduit à une augmentation récente du *pass-through*.

AJUSTEMENTS RÉCENTS

Habituellement, la volatilité du taux de change, la discrimination par les prix et les chocs de nature temporaire incitent les détaillants à faire fluctuer leur marge bénéficiaire plutôt qu'à ajuster les prix. La hausse faramineuse des marges des détaillants au cours des dernières années n'est ainsi pas étrangère au phénomène (graphique 7). On remarque toutefois que les marges des détaillants sont à des niveaux historiquement élevés et, par conséquent, qu'un plafonnement, voire une correction des marges est à prévoir en 2008, et particulièrement dans un contexte où l'on prévoit que la vigueur du dollar canadien est là pour rester.

Graphique 7 – Marges



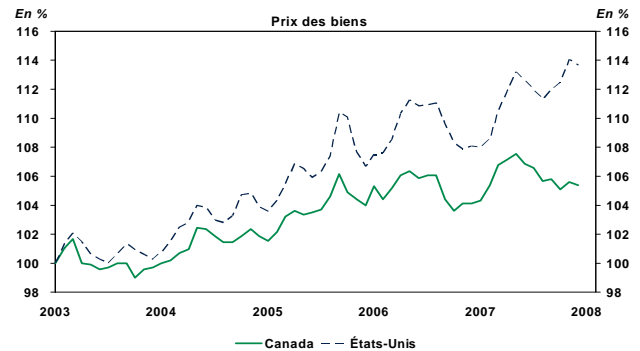
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, les ajustements des prix en cours devraient se poursuivre. Les prix de certains biens durables et semi-durables (qui ont une forte teneur en produits d'importation) ont déjà fortement diminué par rapport à l'an

dernier. Par exemple, les prix des automobiles ont chuté de 3,5 % en moyenne au cours des trois derniers mois de 2007. On observe un mouvement correctionnel similaire du côté des équipements récréatifs, de l'électronique et des vêtements.

Il est cependant difficile de séparer l'effet du taux de change de l'effet de la mondialisation, puisque les prix des biens ont diminué un peu partout sur la planète en raison de la concurrence élevée qu'exerce la pénétration des biens de production bon marché en provenance de l'Asie. L'établissement de magasins étrangers à grandes surfaces sur le marché intérieur en est un bon exemple. Une comparaison montre toutefois que les prix ont diminué plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis depuis que le dollar canadien évolue à la hausse, ce qui permet de constater les effets du *pass-through* au pays (graphique 8).

Graphique 8 – Prix des biens canadiens vs prix des biens américains

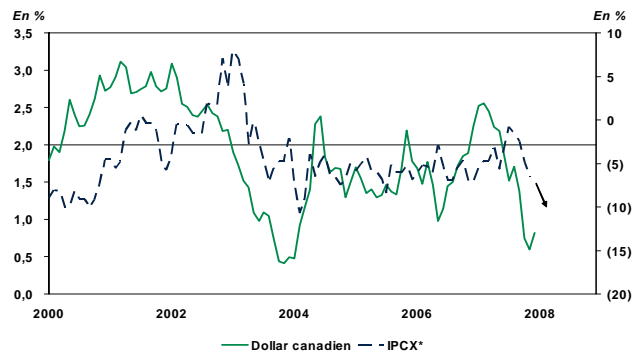


Sources : Datastream, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

MARGE DE MANŒUVRE DE LA BDC

Les conséquences sont importantes pour la conduite de la politique monétaire. En particulier, l'accentuation récente du *pass-through* devrait permettre de contrebalancer les pressions inflationnistes liées à l'écart positif par rapport au niveau potentiel de production (graphiques 9 et 10), aux

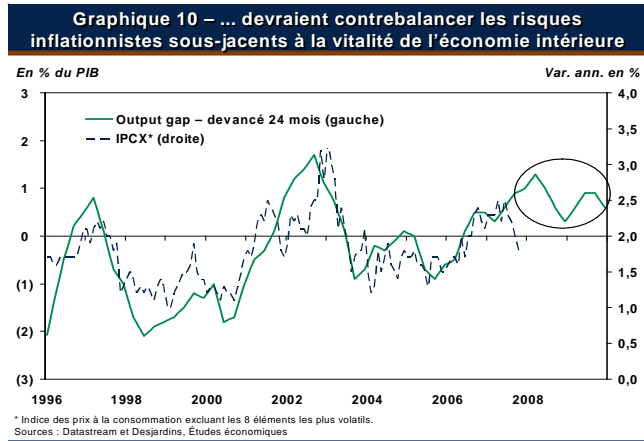
Graphique 9 – Les pressions concurrentielles liées à la vitalité du huard...



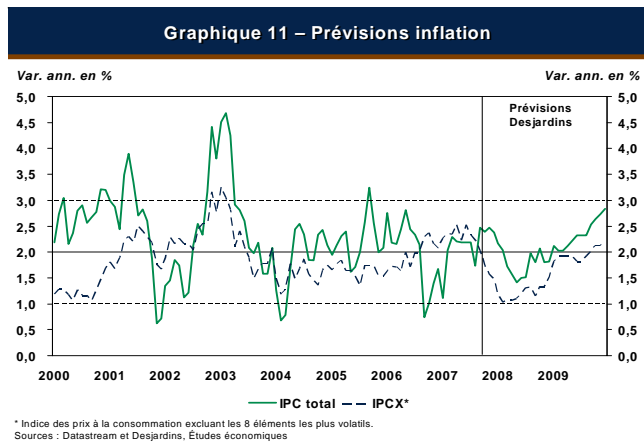
* Indice des prix à la consommation excluant les 8 éléments les plus volatils.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

conditions serrées qui prévalent sur le marché du travail et à l'évolution des salaires réels.



Déjà, la BdC a révisé à la baisse sa projection d'inflation. Elle estime maintenant que tant l'inflation de référence que celle de l'IPC global retraiteront sous les 1,5 % d'ici la mi-2008, une prévision conforme à nos propres estimations (graphique 11).

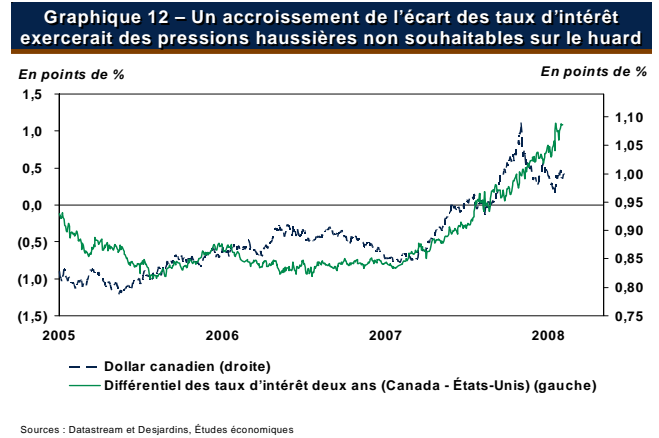


Dans ce contexte, la BdC a toute la marge de manœuvre nécessaire pour abaisser ses taux d'intérêt davantage afin d'assurer que l'économie canadienne garde le cap en dépit des risques élevés de récession au sud de la frontière.

Lors de la réunion des ministres des finances et des banquiers centraux à Tokyo, au Japon, Mark Carney, le gouverneur de la BdC, a clairement établi que les taux devront être assouplis davantage prochainement :

« [...] monetary stimulus is likely to be required in the near term to keep aggregate supply and demand in balance and to return inflation to target of the medium term. The timing and degree of that stimulus will be determined at future fixed announcement dates[...] ».

Avec la Fed en mode agressif d'assouplissement monétaire, la BdC devrait s'assurer de ne pas laisser l'écart entre les taux d'intérêt de court terme canadiens et américains s'accroître davantage afin de limiter les pressions haussières sur le huard (graphique 12).



Le marché est ambivalent sur l'ampleur des baisses de taux à venir, mais nous sommes d'avis que la BdC devra accélérer le pas dès la réunion du 4 mars avec une baisse de 50 points de base, à 3,50 %.

Martin Lefebvre
Économiste senior

Hendrix Vachon
Économiste

BIBLIOGRAPHIE

BAILLIU, Jeannine, et Hafedh BOUAKEZ. « Exchange Rate Pass-Through in Industrialized Countries », *Revue de la Banque du Canada*, printemps 2004.

BAILLIU Jeannine, et Eiji FUJII. « Exchange Rate Pass-Through and the inflation Environment in Industrialized Countries: An Empirical Investigation », Document de travail 2004-21, Banque du Canada, juin 2004.

BANQUE DU CANADA. *Rapport sur la politique monétaire*, novembre 2000.

BANQUE DU CANADA. *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*, janvier 2008.

BOUAKEZ, Hafedh, et Nooman REBEL. « Has Exchange Rate Pass-Through Really Declined? Evidence from Canada », Document de travail 2005-29, Banque du Canada, décembre 2006.

CAMPA, José Manuel, et Linda S. GOLDBERG. « Exchange Rate Pass-Through into Import Prices: A Macro or Micro Phenomenon? », *Working Paper No. 8934*, National Bureau of Economic Research, mai 2002.

IHRIG, Jane E., Mario MARAZZI et Alexander D. ROTHENBERG. « Exchange-Rate Pass-Through in the G-7 countries », Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, n° 851, janvier 2006, 34 p.

KRUGMAN, Paul. « Pricing to Market when the Exchange Rate Changes », *Working Paper No. 1926*, National Bureau of Economic Research, mai 1986.

LAFLECHE, Thérèse. « L'incidence des fluctuations du taux de change sur les prix à la consommation », *Revue de la Banque du Canada*, hiver 1996-1997.

MCCARTHY, Jonathan. « Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies », *Eastern Economic Journal*, vol. 33, n° 4, automne 2007.