

7 mars 2016

L'inflation pourrait-elle s'accélérer fortement en raison de la faiblesse du dollar canadien? Une estimation de l'effet de la dépréciation sur les prix

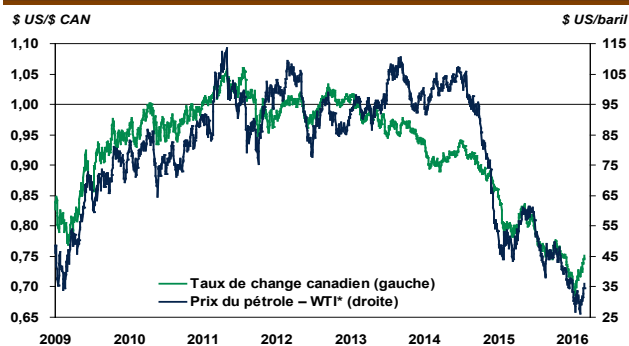
Lorsqu'une monnaie s'affaiblit, à l'image du dollar canadien ces dernières années, des impacts positifs sur l'économie sont généralement attendus, notamment par le biais d'une augmentation des exportations. L'investissement des entreprises peut également augmenter si la rentabilité de celles-ci s'améliore et si la progression de la demande extérieure justifie davantage de capacités de production. Cela dit, la dépréciation d'une monnaie apporte aussi son lot d'inconvénients. L'effet négatif le plus prépondérant est probablement la perte de pouvoir d'achat des consommateurs.

Ce *Point de vue économique* montre que plusieurs prix peuvent effectivement augmenter en réponse à une dépréciation de change. En revanche, l'effet total observé sur l'inflation reste somme toute limité. Dans les faits, il y a aussi plusieurs prix qui réagissent peu aux mouvements de change, sans compter que certains mouvements inverses, comme la baisse des prix de l'essence, compensent les hausses observées ailleurs.

LE DOLLAR CANADIEN SE DÉPRÉCIE DEPUIS 2013

Le dollar canadien a atteint un creux cyclique de 0,6808 \$ US en début d'année. Trois ans plus tôt, sa valeur oscillait aux alentours de la parité avec la devise américaine, ce qui signifie une perte totale d'environ 30 % sur la période. L'essentiel de la dépréciation a toutefois été observé à partir de la mi-2014, parallèlement au plongeon des prix du pétrole (graphique 1). Plus précisément, entre juin 2014 et janvier 2015, le dollar canadien a perdu environ 15 ¢ US. Par la suite, une certaine stabilisation a été observée autour

Graphique 1 – La dépréciation du dollar canadien est principalement causée par la faiblesse des prix du pétrole



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

de 0,80 \$ US, mais le huard a vite renoué avec la dépréciation en juillet 2015 jusqu'au creux de janvier dernier. Plus récemment, le taux de change s'est légèrement relevé aux alentours de 0,75 \$ US, mais ce rebond apparaît fragile.

Le pétrole n'est pas la seule variable expliquant la dépréciation du huard ces dernières années. La devise a, entre autres, été influencée par les mouvements de taux d'intérêt, dont les deux baisses décrétées par la Banque du Canada (BdC) en 2015, ainsi que par la vigueur généralisée du dollar américain depuis 2014.

L'EFFET SUR L'INFLATION TOTALE APPARAÎT LIMITÉ JUSQU'À PRÉSENT

Les mouvements de change peuvent se transmettre aux prix par différents canaux. D'abord, de manière directe, par l'entremise des biens et services importés qui coûtent plus cher lorsque la devise se déprécie. Même les prix des biens et services produits au Canada peuvent augmenter si les entreprises qui les produisent doivent d'abord importer des intrants, comme de l'équipement, des pièces ou composants quelconques. De manière plus indirecte, les prix peuvent augmenter si l'activité économique s'accélère à la suite d'une dépréciation du taux de change. Les pressions inflationnistes sont alors causées par la diminution des

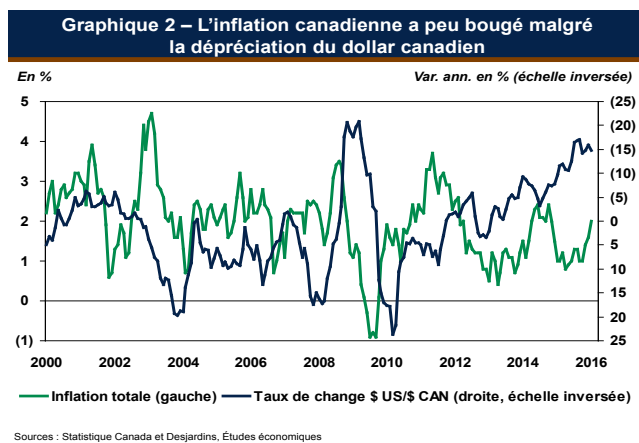
François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Hendrix Vachon
Économiste senior

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

capacités excédentaires de production et par la plus grande rareté de la main-d'œuvre. La demande extérieure peut également avoir une influence sur les prix domestiques. Si davantage d'étrangers désirent acheter ici, les entreprises qui peinent à répondre à la demande pourraient choisir de hausser leurs prix.

Voilà pour la théorie, mais concrètement, lorsqu'on regarde l'évolution de l'inflation canadienne au cours des dernières années, on constate qu'elle a peu augmenté, ce qui suggère que la dépréciation de la devise s'est très peu transmise aux prix (graphique 2). Au mieux, on observe un rebond récent dans la variation des prix qui laisse croire au début d'un effet retardé.

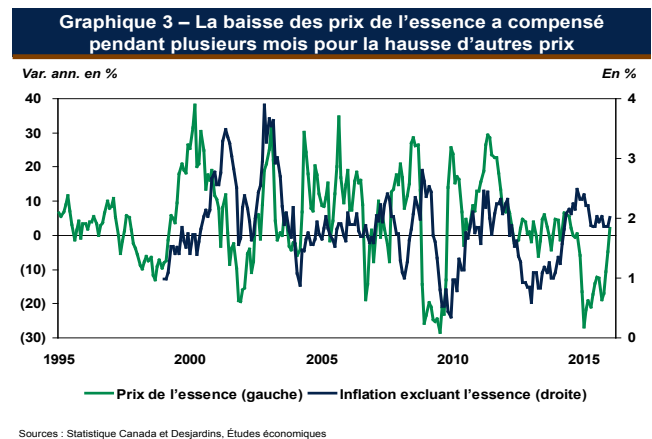


Plusieurs raisons peuvent expliquer pourquoi un choc de 30 % du taux de change n'affecte pas de façon équivalente les prix. D'une part, ce n'est pas tous les biens et services qui sont affectés de la même façon. Les biens importés devraient normalement réagir davantage que les services ou les biens non importés. D'autre part, les entreprises peuvent disposer de marges de manœuvre pour éviter de reflipper la facture à leurs clients. Par exemple, les prix affichés par les détaillants ne reflètent pas uniquement le coût d'achat des biens sur le commerce de gros, mais aussi le loyer des magasins, les salaires des employés et diverses autres dépenses. La même logique s'applique aux entreprises qui importent des intrants. Le coût de ces intrants ne représente qu'une partie de leurs coûts totaux. Enfin, plusieurs entreprises vont utiliser des outils de couverture de change, ce qui limitera leur exposition aux mouvements des devises à court terme.

Dans un autre ordre d'idées, l'état de l'économie et la gestion de la politique monétaire ont aussi une grande influence sur les prix, ce qui peut grandement masquer ou amoindrir l'effet de transmission du taux de change. Actuellement, l'économie canadienne croît à un rythme plus lent que

la normale, ce qui est compatible avec une inflation plus faible. Quant à la politique monétaire, il est difficile d'imaginer que l'inflation pourrait s'envoler lorsque la mission première de la BdC est d'assurer le maintien d'une inflation faible, entre 1 % et 3 %, avec une cible médiane de 2 %. Les anticipations d'inflation bien ancrées près de la cible facilitent d'ailleurs le travail de la BdC.

Des mécanismes plus inusités peuvent aussi interférer sur la relation entre le taux de change et les prix. Au Canada, c'est le cas du pétrole qui agit à la fois sur le taux de change et sur l'inflation. Au cours des dernières années, les prix de l'essence et d'autres carburants ont fortement diminué avec la chute des prix de l'or noir, et cela a pu compenser en partie l'effet que le taux de change a eu sur d'autres prix. Excluant l'essence, l'inflation s'est établie à près de 2 % en 2014 et en 2015 (graphique 3).

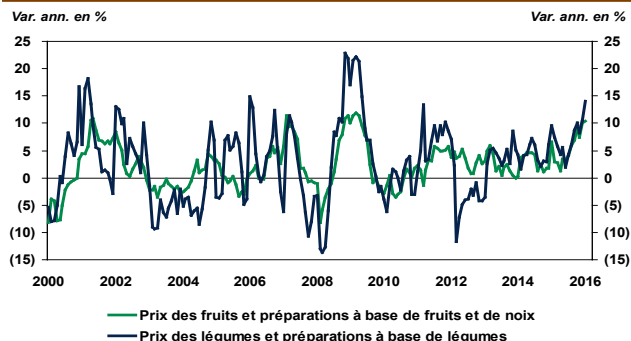


DES VARIATIONS INÉGALES ENTRE LES DIFFÉRENTS BIENS ET SERVICES

Analyser l'évolution des prix par catégorie de biens et services procure une lecture plus précise de l'effet du taux de change. On peut supposer que la chute du dollar canadien a contribué à certaines disparités. Dans l'alimentation, la croissance annuelle des prix des fruits et des légumes s'est surtout accélérée en 2015 (graphique 4 à la page 3). Le même phénomène s'était produit en 2008-2009 lorsque le dollar canadien avait connu une autre période de faiblesse. L'évolution dans le temps de la croissance des prix des meubles et articles ménagers montre sensiblement la même chose, avec une nette accélération depuis 2015 (graphique 5 à la page 3). Un mouvement haussier avait également été observé en 2008-2009, quoique de moindre ampleur.

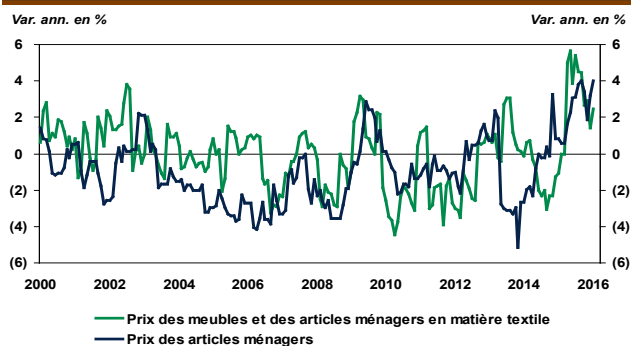
Il n'est pas nécessaire que les prix d'un bien ou d'un service augmentent pour y suspecter une conséquence de la dépréciation du taux de change. Les prix qui avaient l'habitude de diminuer, mais qui affichent maintenant des baisses

Graphique 4 – Des hausses importantes de prix dans l'alimentation



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

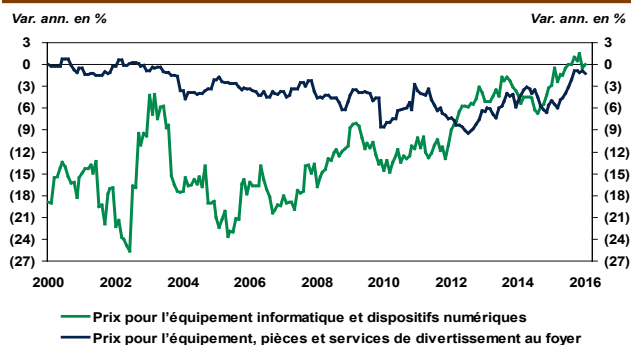
Graphique 5 – Changement de tendance dans l'ameublement et les articles ménagers



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

moindres, voire une stabilité, peuvent aussi être affectés par la dépréciation du huard. Cela semble notamment le cas de l'équipement informatique et des appareils électroniques (graphique 6). La variation du prix de ces biens s'est maintenue en territoire négatif au cours de la dernière décennie, mais le portrait a changé récemment alors qu'on avoisine plutôt une variation nulle.

Graphique 6 – Des biens dont les prix baissent moins vite qu'avant



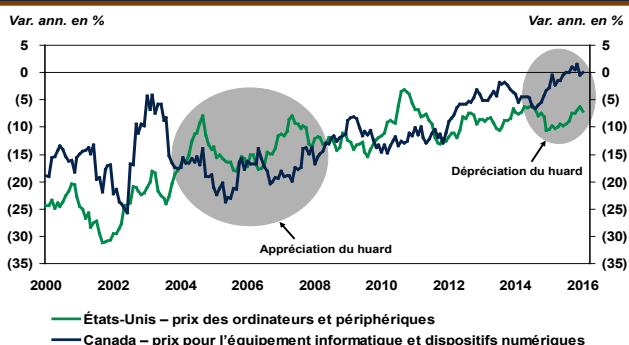
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

LA VARIATION DES PRIX À L'ÉTRANGER DOIT AUSSI ÊTRE PRISE EN COMPTE

Analyser uniquement l'évolution des prix au Canada peut s'avérer un exercice trompeur pour déceler un lien avec le taux de change. Les mêmes mouvements de prix peuvent être observés au Canada et aux États-Unis, ce qui sous-tend une influence moindre du taux de change. Au contraire, lorsque des tendances divergentes sont observées entre les deux pays, cela suggère une transmission plus claire des mouvements de change.

Revenons sur le cas des biens informatiques. Depuis plus d'une décennie, la variation des prix s'est maintenue sous zéro tant au Canada qu'aux États-Unis. La variation est devenue moins négative avec le temps des deux côtés de la frontière, mais des divergences sont tout de même apparues (graphique 7). Depuis 2014, les prix canadiens des biens informatiques diminuent nettement moins qu'aux États-Unis, ils ont même légèrement augmenté sur une courte période. De plus, de 2003 à 2008, on peut voir que les prix diminuaient davantage au Canada alors que le huard s'appréciait. Notons toutefois que la comparaison entre les deux pays peut être biaisée par ce qui est réellement inclus dans cette catégorie de biens. Il s'agit de deux sources de données différentes avec des méthodes d'agrégation tout aussi différentes. Cela dit, la prise en compte de l'évolution de ces prix aux États-Unis semble donner un assez bon indice de la présence d'un effet de taux de change pour cette catégorie de biens.

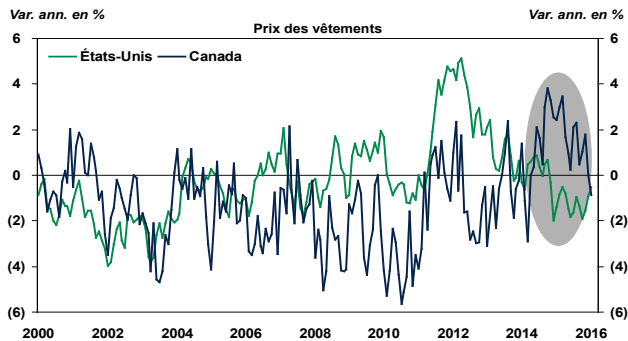
Graphique 7 – Les prix de l'informatique ont continué de baisser aux États-Unis récemment, mais pas au Canada



Sources : Statistique Canada, Datastream et Desjardins, Études économiques

L'évolution des prix des vêtements au Canada et aux États-Unis est un autre cas intéressant à analyser. Depuis 2014, la variation des prix des vêtements au Canada est supérieure à celle observée aux États-Unis (graphique 8 à la page 4). Auparavant, c'était plutôt l'inverse qui se produisait alors que le huard était dans une phase d'appréciation.

Graphique 8 – Le prix des vêtements a progressé plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis en 2014 et en 2015



Sources : Statistique Canada, Dastream et Desjardins, Études économiques

MODÉLISATION DE LA TRANSMISSION DU TAUX DE CHANGE AUX PRIX

Des équations économétriques ont été estimées afin d'isoler l'effet du taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain sur différentes sous-composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) (voir l'encadré ci-dessous pour plus de détails sur la méthode). Les équations prennent en compte l'évolution des prix aux États-Unis en plus d'autres facteurs pouvant influencer les prix canadiens, comme l'état de l'économie et le degré de détente monétaire. L'analyse des résultats s'est concentrée sur l'effet à court terme du taux de change, l'effet après un an et l'effet total à long terme.

Estimation de la transmission des mouvements du taux de change

La transmission des mouvements du taux de change a été estimée sur une soixantaine de sous-composantes de l'IPC canadien. L'équation ci-dessous a été utilisée pour chacune des sous-composantes en utilisant des données trimestrielles.

$$\Delta(\log(P_t)) = c + \sum_{i=0}^4 \beta_i \Delta(\log(e_{t-i})) + \sum_{i=1}^4 \alpha_i \Delta(\log(P_{t-i})) + \sum_{i=0}^4 \phi_i \Delta(\log(P_{US,t-i})) + \theta X_{t-1} + \varepsilon_t$$

Où :

- « P » est l'indice de prix pour la sous-composante analysée
- « P_{US} » est le prix équivalent américain pour la sous-composante analysée
- « e » est le taux de change \$ US/\$ CAN
- « X » est une matrice de variables complémentaires pouvant affecter les prix, incluant l'écart entre le PIB réel et son potentiel
- « ε » est une variation aléatoire

Le coefficient β_0 correspond à la proportion d'un choc de taux de change qui est transmis instantanément à l'indice de prix.

L'effet total à long terme d'un choc de taux de change sur l'indice de prix correspond à :

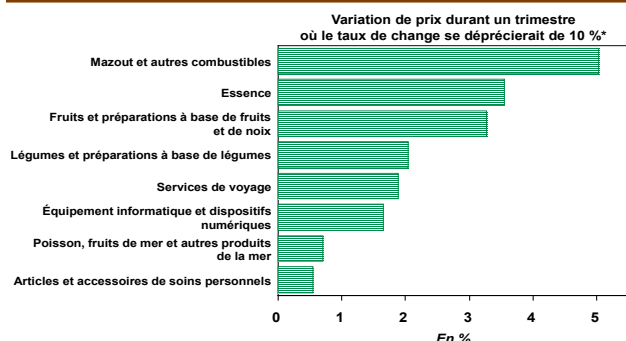
$$\frac{\sum_{i=0}^4 \beta_i}{(1 - \sum_{i=1}^4 \alpha_i)}$$

Seuls les résultats les plus significatifs ont été présentés au tableau 1 à la page 5. Une estimation de l'effet total du taux de change sur l'IPC a été obtenue en agrégeant l'ensemble des résultats pour les sous-composantes selon leur poids respectif dans l'IPC.

Le choix des sous-composantes a été fait pour obtenir une bonne distinction entre les différents biens et services et pour faciliter la correspondance avec les prix aux États-Unis. Malgré tout, il n'a pas été possible de trouver un équivalent américain pour l'ensemble des sous-composantes retenues pour le Canada. Des estimations ont néanmoins été faites sur près de 85 % du panier de l'IPC canadien. Parmi les sous-composantes omises, on retrouve celles pour le coût de l'intérêt hypothécaire, pour le coût de remplacement par le propriétaire et pour l'impôt foncier. Ces trois composantes totalisent environ 12 % du panier de l'IPC. Il a été supposé que le taux de change n'avait aucun effet sur le coût de l'intérêt hypothécaire et sur l'impôt foncier. Au final, l'effet de transmission agrégé correspond donc à une moyenne pondérée représentant plus de 90 % du panier de l'IPC.

Nos estimations montrent que très peu de prix réagissent significativement au taux de change à court terme, c'est-à-dire au cours du même trimestre où un mouvement de devise est observé (graphique 9). Les prix qui réagissent

Graphique 9 – Seuls quelques prix réagissent instantanément aux mouvements de change



* Seuls les résultats qui apparaissent statistiquement significatifs dans les équations économétriques sont présentés.
 Source : Desjardins, Études économiques

le plus à court terme sont ceux du mazout et autres combustibles avec un ajustement trimestriel estimé à 5 % en réponse à une dépréciation de 10 % du taux de change. L'essence arrive en deuxième position avec un ajustement estimé à 3,6 %. Une seule catégorie de services figure sur ce classement, soit celle des services de voyage avec un ajustement de prix de 1,9 %, toujours en réponse à une dépréciation de 10 % du taux de change.

Davantage de sous-composantes de l'IPC révèlent une sensibilité au taux de change sur une période plus longue. Le tableau 1 présente les 20 résultats les plus significatifs obtenus en tenant compte de l'effet total du taux de change et de la vitesse à laquelle la transmission se produit. Le pourcentage de l'effet total réalisé après un an donne une bonne indication de cette vitesse. L'effet après un an indique par ailleurs de combien le taux d'inflation pourrait augmenter au cours de l'année suivant un choc de taux de change.

Tableau 1 – Transmission d'une dépréciation de 10 % du taux de change à différentes sous-composantes de l'indice des prix à la consommation

Var. en %	Poids dans l'IPC*	Effet après un trimestre	Effet après un an	Effet total	Pourcentage de l'effet total après un an
Équipement informatique et dispositifs numériques	0,67	1,7	3,9	6,3	61,3
Légumes et préparations à base de légumes	1,30	2,0	5,8	5,3	110,5
Mazout et autres combustibles	0,32	5,0	6,1	4,6	130,7
Essence	4,77	3,6	4,0	4,2	95,4
Gaz naturel	0,94	n.s.	3,8	3,8	100,3
Fruits et préparations à base de fruits et de noix	1,35	3,3	3,5	3,4	101,6
Poissons, fruits de mer et autres produits de la mer	0,43	0,7	2,7	3,2	81,9
Viande	2,05	n.s.	2,7	2,9	93,3
Matériel de lecture et autres imprimés (excl. manuels scolaires)	0,30	n.s.	2,2	2,3	97,7
Transport aérien	1,25	n.s.	3,2	2,0	158,8
Services de voyage	2,12	1,9	1,4	2,0	71,5
Articles et accessoires de soins personnels	1,17	0,5	1,1	1,7	64,2
Articles ménagers	1,78	n.s.	1,6	1,7	93,4
Équipement, pièces et services de divertissement au foyer	0,61	n.s.	1,2	1,4	85,4
Vêtements	3,96	n.s.	1,3	1,1	116,2
Entretien et réparations par le propriétaire	1,26	n.s.	1,0	1,0	100,8
Achat, location à bail et location de véhicules de tourisme	7,38	n.s.	0,9	1,0	94,5
Chaussures	1,25	n.s.	0,7	0,9	71,0
Autres équipements de loisirs	0,16	n.s.	0,7	0,8	85,0
Produits de soins de santé	1,64	n.s.	0,4	0,6	66,0

n.s. : résultat non significatif; * Poids du panier de référence de 2013 aux prix de janvier 2015, tableau CANSIM 326-0031.

Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques



Il n'est pas étonnant de constater que les prix qui ont fortement réagi à court terme s'illustrent aussi dans le classement des effets mesurés à long terme. La palme revient toutefois à la sous-composante équipement informatique et dispositifs numériques où plus de 60 % d'un mouvement de change serait transféré aux prix. Cela signifie qu'une dépréciation de 10 % du taux de change entraînerait un ajustement de prix de 6 % environ, toutes autres choses demeurant égales par ailleurs. En regardant l'effet après un an, la palme revient plutôt à la sous-composante mazout et autres combustibles.

Il peut paraître surprenant de voir que pour certains résultats, l'effet après un an est plus fort que l'effet total. Ces résultats ne sont pas nécessairement aberrants, car il est possible que les prix doivent être révisés dans le temps pour s'ajuster à l'évolution de la demande. La demande pourrait trop diminuer en réponse aux hausses initiales des prix, ce qui justifierait que les prix soient rabaisés dans un deuxième temps pour ramener la clientèle.

Enfin, les résultats présentés constituent l'effet attendu du taux de change sur les prix en supposant que toutes les autres variables restent inchangées. Ainsi, nous obtenons comme résultat que la dépréciation du taux de change aurait dû faire augmenter considérablement les prix de l'essence (de l'ordre de 4 % par 10 % de dépréciation). Dans les faits, la chute des prix du pétrole a plus que compensé l'effet lié à la dépréciation de la devise et les prix de l'essence ont diminué. Vu sur un autre angle, on peut affirmer que la dépréciation du dollar canadien a annulé une partie de la baisse des prix de l'essence causée par la chute des prix du brut.

CONCLUSION : LE RISQUE DE FORTE INFLATION EST FAIBLE

À la lumière de nos estimations, même si certains prix semblent réagir fortement au taux de change, nous ne pouvons pas conclure en un risque élevé de forte inflation au Canada au cours des prochaines années. Les résultats présentés dans le tableau 1 à la page 5 représentent un peu plus du tiers du panier de l'IPC. En agrégeant les estimations de l'ensemble des sous-composantes, nous obtenons que chaque tranche de dépréciation de 10 % du taux de change relève l'indice des prix à la consommation de 0,70 % seulement. L'effet estimé après un an, lequel est plus représentatif de l'impact potentiel sur le taux d'inflation, est un peu plus faible à 0,67 %.

Depuis 2013, la dépréciation du dollar canadien totalise près de 30 %, ce qui suggère que le niveau moyen des prix sera au final haussé d'environ 2 %. Ce résultat peut sembler plus significatif en comparaison de la cible médiane d'inflation. Cependant, étant donné que la dépréciation du huard

s'est produite sur quelques années, l'effet sur le taux d'inflation sera aussi réparti sur une longue période. Qui plus est, contrairement au niveau des prix, l'effet sur le taux d'inflation est temporaire. Une fois l'augmentation de prix passée, l'inflation retourne près de sa normale à moins qu'un autre choc ne génère une nouvelle hausse.

Finalement, il ne faut pas oublier la présence de facteurs qui compensent les pressions inflationnistes causées par le taux de change. Notamment, la faiblesse des prix du pétrole amène depuis plus d'un an une contribution négative à l'IPC. L'état fragile de l'économie canadienne génère également des pressions déflationnistes. Et pour se rassurer davantage, le pire de la dépréciation est probablement derrière nous.

Hendrix Vachon
Économiste senior