

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Vision stratégique : tester les limites de la divergence entre les politiques monétaires

Par Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique, et Tiago Figueiredo, stratège macro

La Banque du Canada (BdC) emprunte rarement un chemin très distinct de celui de la Réserve fédérale américaine (Fed). Comme les deux pays partagent la relation commerciale la plus importante au monde, leurs banques centrales présentent généralement un degré élevé de synchronisation. Pourtant, il y a des moments où la performance économique du Canada dévie suffisamment de celle de son voisin du Sud pour que la BdC soit contrainte de faire les choses différemment (graphique 1).

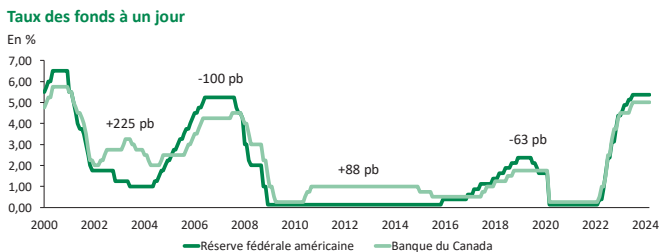
généralement pas attribuable à un écart de taux d'intérêt. De plus, dans la plupart des cas, elle ne guide pas les décisions de politique monétaire. Néanmoins, la dépréciation de la devise peut contribuer à réduire le nombre de baisses de taux nécessaires pour atteindre le niveau de souplesse souhaité dans les conditions financières. C'est par le biais de ce mécanisme qu'une limite plus tangible à la divergence entre les politiques monétaires commence à se concrétiser.

L'importance de l'inflation importée

Dans une petite économie ouverte comme la nôtre, l'inflation importée peut fortement stimuler les prix à la consommation réalisés de même que les attentes d'inflation. Cependant, la variation du taux de change doit être relativement importante pour faire bouger l'inflation totale. En utilisant la différence entre l'inflation des biens canadiens et celle des biens américains comme mesure approximative de l'effet des variations du taux de change, on voit clairement que la fluctuation des devises peut entraîner des changements importants du prix des biens. Cependant, l'effet sur l'inflation totale est beaucoup plus modéré (graphique 2).

Graphique 1

La Banque du Canada s'est éloignée de la Fed dans le passé



Bloomberg et Desjardins Marchés des capitaux

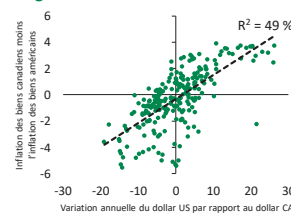
Au Canada, beaucoup ont l'impression que la BdC ne peut pas trop s'éloigner de la Fed, car la dépréciation du huard qui en résulterait pousserait l'inflation à un niveau trop élevé. Par ailleurs, de nombreux économistes soutiennent que les modèles de la BdC elle-même montrent que la divergence de politique monétaire ne représente pas une contrainte pour les décideurs. Comme c'est souvent le cas, la vérité se situe quelque part entre ces deux affirmations, et la réalité est plus complexe qu'il n'y paraît.

La transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation est importante, mais elle n'est

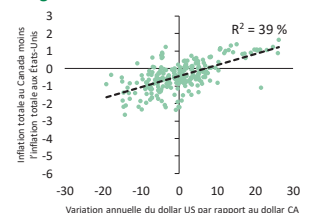
Graphique 2

La transmission des fluctuations de taux de change est beaucoup plus prononcée sur l'inflation des biens canadiens que sur l'inflation totale

Transmission des variations du taux de change à l'inflation des biens canadiens



Transmission des variations du taux de change à l'inflation totale au Canada



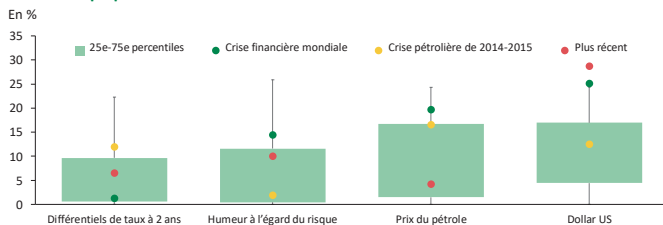
Bloomberg, Statistique Canada, BLS et Desjardins Marchés des capitaux

D'après le principal modèle de la BdC, une dépréciation de 10 % du dollar canadien ferait augmenter l'IPC de base de 0,25 % au cours des 12 mois suivants. Cela pourrait être suffisant pour faire sourciller les décideurs monétaires, compte tenu de la forte inflation que l'on a connue récemment. Des modèles plus empiriques montrent des effets similaires induits directement par les variations de taux de change sur l'inflation.

Toutefois, le taux de change est généralement influencé par d'autres facteurs que les taux d'intérêt. Le même modèle de la BdC indique qu'une baisse de 100 points de base du taux directeur entraînerait une dépréciation de seulement 2 % du dollar canadien. Dans un tel scénario, la variation du taux de change ferait directement augmenter les prix à la consommation de base de 0,05 %. Selon notre analyse, l'humeur à l'égard du risque, le prix du pétrole et la force du dollar américain ont davantage fait fluctuer le dollar canadien au cours des deux dernières décennies que les écarts de taux d'intérêt (graphique 3).

Graphique 3
Les écarts de taux d'intérêt sont éclipsés par d'autres facteurs influençant le taux de change

Facteurs expliquant les variations de la valeur du dollar canadien*



* Coefficient de détermination des régressions à variable simple mobiles sur 1 an des rendements quotidiens pour chaque facteur. L'humeur à l'égard du risque est représentée par le S&P 500. Le facteur « dollar US » est représenté par l'indice DXY excluant le dollar canadien. Les barres d'erreur représentent les observations aux 10^e et 90^e percentiles, tandis que les zones ombragées sont les intervalles interquartiles.

Bloomberg et Desjardins Marchés des capitaux

L'effet des mouvements du taux de change ne justifie généralement pas non plus une réponse de la politique monétaire. Les banques centrales préfèrent faire fi de ces variations et les considèrent comme des changements ponctuels plutôt que comme des sources durables d'inflation. En supposant que les attentes d'inflation demeurent bien ancrées, les fluctuations du niveau des prix ne devraient avoir qu'une incidence à court terme sur le taux d'inflation. Ainsi, puisque la politique monétaire fonctionne avec des délais longs et variables, il n'est pas nécessaire de réagir à des perturbations transitoires liées à l'inflation. Tenter de le faire peut même se révéler contreproductif (voir [Savoie-Chabot et Khan, 2015](#)).

Les banques centrales ont tendance à concentrer leurs efforts sur l'équilibre entre l'offre et la demande agrégées plutôt que sur les fluctuations temporaires de l'inflation (voir [Schembri, 2017](#)). Le fait de comprendre que l'écart de production est le principal moteur de la fonction de réaction de la politique monétaire permet d'entrevoir ce qui pourrait limiter

la divergence entre la Fed et la BdC. Pour prédire la trajectoire de l'économie, il est essentiel d'évaluer les conditions financières globales.

Les conditions financières aideront à limiter la divergence

En faisant augmenter le prix des importations et baisser celui des exportations, la dépréciation du dollar canadien a tendance à soutenir l'activité économique intérieure.

La BdC n'accordera pas une grande attention à la transmission des variations du taux de change, mais réagira à de meilleures perspectives économiques intérieures. En ce sens, la faiblesse de la devise peut effectivement changer la trajectoire des taux directeurs.

Selon le modèle principal de la BdC, pour contrebalancer l'effet stimulant sur l'économie réelle d'une dépréciation de 10 % de la devise, il faudrait des hausses de taux totalisant jusqu'à 100 points de base. Autrement dit, une dépréciation soutenue de 10 % du dollar canadien a plus ou moins le même effet stimulant sur l'économie réelle qu'une réduction d'environ 100 points de base du taux directeur. Ainsi, avec la dépréciation du dollar, les baisses de taux requises par la BdC pour assouplir les conditions financières cette année et l'an prochain pourraient être moins nombreuses.

Comme les marchés ne prévoient que deux baisses du taux directeur au Canada cette année, la divergence attendue entre la BdC et la Fed est faible. Par conséquent, le huard pourrait se fragiliser si, comme nous le prévoyons, les banquiers centraux du Canada adoptent une posture plus accommodante au cours des prochains mois. Pour calibrer la cadence des baisses de taux, les décideurs devront tenir compte de la faiblesse du dollar canadien dans leurs prévisions. Comme nous l'avons démontré, la BdC devrait voir la dépréciation du dollar comme un substitut à certains allègements au chapitre des taux d'intérêt.

Pour cette raison, nous prévoyons maintenant que la BdC abaissera le taux directeur à quatre reprises au lieu de cinq cette année, puis qu'elle poursuivra l'assouplissement à un rythme plus lent en 2025. Soyons clairs : nous estimons toujours que le taux directeur diminuera considérablement par rapport à son niveau actuel, car les banquiers centraux canadiens devront combattre les effets des renouvellements hypothécaires et d'une croissance plus modeste de la population. Notre nouvelle prévision ne fait que supposer un rythme d'ajustement plus lent, du fait de la divergence de politique monétaire qui risque de se matérialiser si la Fed maintient le statu quo plus longtemps que la BdC.

Il sera plus important de surveiller l'incidence du taux de change sur l'économie réelle que sur la dynamique à court terme des prix à la consommation, à moins que la BdC commence à s'inquiéter des attentes d'inflation. Les mesures de l'inflation fondamentale de la BdC, soit la médiane et la moyenne tronquée, captent beaucoup mieux les fluctuations temporaires liées au taux de change que l'IPCX ou l'IPC excluant les aliments et l'énergie. Bien entendu, nous continuons de croire que nos mesures de l'inflation corrigées de certains biais sont les plus efficaces pour ce qui est d'exclure les perturbations transitoires tout en continuant de tenir compte de l'évolution de l'écart de production.