

# Le taux de change et la poursuite d'une cible d'inflation au Canada

Christopher Ragan\*

- Une composante essentielle de la stratégie que mène la Banque du Canada pour la maîtrise de l'inflation est un taux de change flottant, qui s'ajuste librement à l'évolution des économies canadienne et mondiale. La Banque n'a pas établi de cible pour le taux de change.
- Une modification de la cible que se fixe la Banque pour le taux du financement à un jour entraîne généralement une variation du taux de change, laquelle se répercute sur les prix relatifs internationaux ainsi que sur les exportations nettes et la demande globale. Le taux de change fait partie intégrante du mécanisme de transmission de la politique monétaire.
- Lorsque le cours du dollar canadien se modifie pour des raisons non liées à un changement de la politique monétaire nationale, la Banque doit déterminer la cause et le degré de persistance de cette variation ainsi que l'effet net probable de celle-ci sur la demande globale. Cette étape est nécessaire à la conception d'une mesure de politique monétaire appropriée conforme à l'objectif de l'institution, qui est de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.
- Le problème se complique du fait que les mouvements du taux de change sont le plus souvent la résultante de multiples facteurs à l'œuvre au sein des économies canadienne et mondiale. La Banque doit alors cerner l'importance relative des diverses forces influant sur le taux de change et leur effet conjugué sur l'économie nationale.

\* Christopher Ragan est professeur agrégé d'économie à l'Université McGill. Il a occupé le poste de conseiller spécial à la Banque du Canada de septembre 2004 à août 2005.

Les fluctuations du cours du dollar canadien retiennent beaucoup l'attention dans les discussions portant sur l'économie canadienne et la politique monétaire de la Banque du Canada. Les mouvements du taux de change ont des conséquences importantes sur l'économie canadienne, mais les opinions diffèrent quant à la façon dont la banque centrale devrait y réagir. Certains, apparemment favorables à une monnaie forte, soutiennent que la Banque devrait prévenir toute dépréciation importante du dollar canadien. D'autres semblent plutôt pencher pour une monnaie faible et font valoir que la Banque devrait prévenir toute appréciation significative du huard. De part et d'autre, le postulat de départ est qu'il existe une « juste » valeur du dollar canadien et que la banque centrale devrait empêcher le taux de change de trop s'en éloigner.

Le présent article explique en termes non techniques comment le taux de change s'intègre au cadre adopté par la Banque du Canada pour la conduite de sa politique monétaire<sup>1</sup>. Voici, succinctement exposés, les quatre principaux points abordés. Premièrement, un taux de change flottant est une composante essentielle du cadre général de décision à l'intérieur duquel la Banque s'efforce de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Deuxièmement, la Banque ne cherche pas à amener le dollar canadien à s'établir à une valeur particulière. Troisièmement, l'évolution du taux de change est très importante pour

1. Le présent article constitue une version très condensée d'un document de travail de la Banque du Canada qui paraîtra prochainement sous le titre « The Exchange Rate and Canadian Inflation Targeting » et dans lequel j'explicité certaines questions qu'a abordées le gouverneur David Dodge dans son discours du 17 février 2005 (accessible dans le site Web de la Banque à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca)). Les deux documents ont été rédigés lorsque j'occupais le poste de conseiller spécial invité à la Banque. Je remercie tous ceux qui m'ont adressé des remarques, très précieuses d'ailleurs, sur des versions antérieures de ces deux textes, notamment Bob Fay, Donna Howard, Peter Howitt, Paul Jenkins, Tiff Macklem, John Murray, Dale Orr et James Powell. Les opinions exprimées ici ou dans le document de travail n'engagent que moi; elles ne doivent pas être interprétées comme la position officielle de la Banque du Canada. J'assume l'entière responsabilité de toute erreur qui pourrait subsister dans l'un ou l'autre de ces documents.

la conduite de la politique monétaire, car i) elle reflète souvent des événements qui surviennent au Canada ou à l'étranger et qui ont des retombées directes sur l'économie canadienne; ii) elle donne lieu à des variations de prix relatifs qui influent sur celle-ci. Quatrièmement, la réaction appropriée de la politique monétaire à toute fluctuation du taux de change dépend de façon cruciale de la cause de cette dernière. Cette cause doit donc être élucidée pour que l'on puisse déterminer l'incidence nette de la variation de change sur la demande globale canadienne de même que la réaction appropriée de la politique monétaire.

## Le cadre de conduite de la politique monétaire canadienne

### Pourquoi une cible d'inflation?

L'objectif ultime de la Banque est de contribuer du mieux qu'elle peut au bien-être général des Canadiens. Étayées par de nombreuses recherches théoriques et empiriques, les politiques de l'institution (comme celles de la plupart des autres banques centrales) reposent sur deux propositions fondamentales :

1. une inflation élevée est nuisible à l'économie et coûteuse pour les particuliers et les entreprises;
2. la seule variable économique sur laquelle la politique monétaire a un effet systématique et *durable* est le taux d'inflation.

Ces deux propositions expliquent que l'objectif de la politique monétaire de la Banque soit de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Plus précisément, la Banque cherche à garder le taux d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) à 2 %, le point médian d'une fourchette cible allant de 1 à 3 %. En pratique, étant donné la volatilité des prix de certains produits, la Banque surveille de très près le comportement de l'inflation mesurée par l'« indice de référence », qui est obtenu en excluant les huit composantes les plus volatiles<sup>2</sup> de l'IPC ainsi que les effets des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

### Le mécanisme de transmission

L'engagement de la Banque à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible est essentiel pour influencer les *attentes* des entreprises et des ménages

2. Ces composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires.

au sujet de l'inflation future. Lorsqu'un choc fait passer l'inflation au-dessus ou au-dessous de la cible, les entreprises et les ménages canadiens comptent sur la Banque pour ramener l'inflation à sa cible de 2 %. Par conséquent, leurs attentes concernant l'inflation sont moins susceptibles d'être ébranlées par le choc — c'est-à-dire qu'elles ont tendance à être bien ancrées.

---

*L'engagement de la Banque à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible est essentiel pour influencer les attentes des entreprises et des ménages au sujet de l'inflation future.*

---

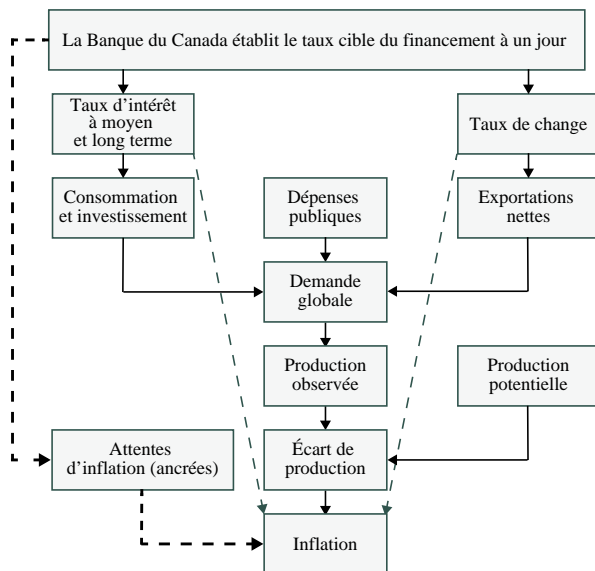
Pour comprendre combien il est important que les attentes d'inflation soient fermement ancrées, il suffit de remonter aux années 1970 et 1980, où elles ne l'étaient pas. À cette époque, l'inflation était difficile à contenir parce que les chocs économiques influaient sur les attentes. Ce faisant, ils suscitaient des comportements qui se répercutaient ensuite sur l'inflation observée. Une leçon capitale apprise au début des années 1990, au Canada et ailleurs, est que l'arrimage des attentes d'inflation à la cible de 2 % contribue de façon cruciale à garder l'inflation à un niveau bas et relativement stable.

La Figure 1 est une représentation simplifiée du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Pour en illustrer les rouages, examinons le cas où la Banque s'attend à ce qu'une forte expansion de la demande pousse l'inflation au-dessus de la cible de 2 %. La réaction appropriée de la Banque consiste à resserrer la politique monétaire afin de freiner la demande globale et d'empêcher ainsi l'inflation de dépasser la cible. Comment cet objectif est-il atteint?

La Banque commence par relever le taux cible du financement à un jour. Deux effets sont attendus, à condition qu'aucun autre choc économique ne survienne entre-temps. D'abord, on assistera généralement à une hausse des taux d'intérêt à moyen et long terme. Ensuite, la montée du loyer de l'argent au Canada attirera des capitaux financiers mobiles, ce qui provoquera une augmentation de la demande de dollars canadiens et une appréciation du huard par rapport aux autres monnaies.

Figure 1

## Le mécanisme de transmission de la politique monétaire



La hausse des taux d'intérêt induite par la politique monétaire a pour effet de ralentir la progression de la demande de biens de consommation durables et d'investissement, en même temps que l'appréciation concomitante du dollar canadien réduit l'expansion des exportations et stimule les importations. La résultante en est une diminution de la croissance de la demande globale de biens et de services canadiens. Comme le niveau de la production globale de l'économie, c'est-à-dire le produit intérieur brut (PIB), est déterminé à court terme par le niveau de la demande globale, la décélération de la demande se solde par un ralentissement de la production globale. Si le taux de croissance tendanciel de la capacité de production de l'économie (la « production potentielle ») demeure inchangé, la baisse du taux de croissance du PIB entraîne un élargissement de l'écart de production, qui est l'écart entre la production observée et la production potentielle.

Le dernier maillon de la chaîne de transmission lie l'écart de production et le taux d'inflation. Si le ralentissement de la production observée ramène le niveau du PIB au-dessous de la production potentielle, les entreprises produisent alors en deçà des limites de leur capacité. Cette situation d'offre excédentaire finit par se répercuter sur le marché du travail et les marchés des autres intrants et donne lieu à une baisse des salaires et des prix des autres facteurs (ou à une réduction de leur taux d'augmentation). À la faveur

de la diminution des coûts des intrants, l'inflation descend alors au-dessous du niveau auquel elle se serait établie si la Banque n'avait pas durci sa politique monétaire.

La hausse des taux d'intérêt à moyen et long terme et l'appréciation du dollar canadien ont aussi des effets plus immédiats sur l'inflation qui ne sont pas liés à leur incidence sur la demande globale. Lorsque les taux d'intérêt s'élèvent, le coût des prêts hypothécaires à l'habitation augmente, ce qui pousse vers le haut les prix de certaines composantes de l'IPC. Quand le dollar canadien s'apprécie, les prix des biens de consommation importés reculent, entraînant à la baisse les prix d'autres composantes de l'IPC. Ces deux effets se manifestent assez rapidement, mais leur ampleur est plutôt modeste. Ils sont indiqués par des traits discontinus à la Figure 1.

Il existe des délais considérables entre le moment où la Banque adopte une mesure de politique monétaire, celui où cette mesure se répercute sur des variables comme la consommation, l'investissement et les exportations nettes, celui où elle exerce sa pleine incidence sur la production globale et celui où elle agit enfin sur le taux d'inflation. À l'heure actuelle, la Banque estime qu'il faut compter de 12 à 18 mois pour que la plus grande partie des retombées d'une mesure de politique monétaire sur la production globale soit observée et de 18 à 24 mois pour que le gros de l'effet se fasse sentir sur l'inflation. Qui plus est, ces estimations peuvent varier de façon importante.

### Le rôle du taux de change

La Figure 1 montre clairement que les mesures prises par la Banque n'ont l'effet recherché sur la demande globale et l'inflation que si elles se répercutent de la manière escomptée sur les taux d'intérêt et le taux de change. Autrement dit, la politique monétaire agit en partie par l'effet qu'elle exerce sur la valeur externe du dollar canadien.

Les mesures de politique monétaire ne sont toutefois pas le seul facteur à influencer sur le taux de change. Les variations de la demande étrangère de biens et de services canadiens, ainsi que les modifications de la part que les actifs canadiens représentent dans les portefeuilles mondiaux d'actifs, peuvent aussi causer des fluctuations du taux de change. N'oublions pas que le taux de change est simplement le prix de la monnaie d'un pays exprimé dans la monnaie d'un autre pays et que ce prix relatif est déterminé sur les marchés des changes internationaux, eux-mêmes influencés par la demande mondiale de biens, de services et d'actifs. Les variations des taux de change

flottants traduisent par conséquent les ajustements du marché à des modifications fondamentales d'un élément ou l'autre de l'économie mondiale, attribuables à des mesures de politique monétaire ou à de nombreux autres facteurs.

### **Le taux de change n'est pas une cible de la politique monétaire**

Le taux de change revêt de l'importance sur le plan de la politique monétaire pour deux raisons. D'abord, la politique monétaire opère en partie par l'effet qu'elle exerce sur le taux de change, comme l'illustre la Figure 1. Ensuite, la plupart des mouvements du taux de change sont imputables à divers types de chocs économiques et peuvent donc fournir une information précieuse sur l'évolution des économies canadienne et mondiale.

Sous le régime canadien de changes *flottants*, la valeur du taux de change est déterminée par les forces du marché. Il n'existe donc pas une valeur « juste » du taux de change qui soit constante dans le temps — ou, plus exactement, la valeur effective du taux de change est la juste valeur puisqu'elle tient compte des changements survenus dans les conditions de la demande et de l'offre sur les marchés des changes internationaux. Le taux de change peut augmenter ou diminuer, au gré des événements et des changements apportés aux politiques, tant au Canada qu'à l'étranger. Le taux de change étant le fruit de décisions prises sur des marchés libres par des millions d'acteurs dans des centaines de pays, rien ne permet logiquement de conclure qu'un taux de change puisse être « trop bas » ou « trop élevé » une journée donnée.

---

*Il n'existe donc pas une valeur « juste » du taux de change qui soit constante dans le temps — ou, plus exactement, la valeur effective du taux de change est la juste valeur puisqu'elle tient compte des changements survenus dans les conditions de la demande et de l'offre.*

---

La Banque estime que toute variation du taux de change est le reflet d'un choc sous-jacent survenu sur

les marchés mondiaux et est consciente que le choc en question aura des effets sur l'économie canadienne. Comme elle a pour politique de maintenir l'inflation au taux cible de 2 %, elle doit établir la source de toute variation persistante du taux de change afin de discerner l'incidence probable du choc sous-jacent sur l'évolution future de la demande globale, de la production et de l'inflation. C'est seulement de cette façon que la banque centrale peut espérer concevoir une politique qui puisse, au besoin, contrebalancer les effets du choc et qui lui permette de respecter ses objectifs en matière d'inflation. Toutefois, la Banque du Canada ne vise aucune cible pour le taux de change.

### **Existence de deux catégories de variations du taux de change**

Il est important de ne pas perdre de vue que les taux de change se modifient lorsque des chocs ont des effets *différents* d'un pays à l'autre. Ainsi, quand il est question, dans ce qui suit, d'un choc qui accroît la demande de biens et de services canadiens et provoque une appréciation du dollar canadien, c'est de la demande *relative* de produits canadiens, mesurée par rapport à la demande de produits des autres pays, dont je parle réellement.

#### **Définition de la première catégorie de variations**

Les variations du taux de change peuvent être réparties en deux catégories. Les appréciations appartenant à la première catégorie sont imputables à des chocs économiques qui entraînent une hausse directe de la demande de biens et de services canadiens. Inversement, les dépréciations de la première catégorie résultent de chocs ayant l'effet contraire. En guise d'illustration, voici trois exemples de chocs produisant une appréciation de ce type (dans chaque cas, le choc opposé engendrerait une dépréciation de la première catégorie) :

1. un accroissement de la demande mondiale de biens et de services canadiens;
2. une hausse des cours mondiaux des matières premières (liée à la croissance de la demande mondiale ou à une réduction de l'offre étrangère) donnant lieu à une augmentation du revenu des exportateurs canadiens de produits de base;
3. un afflux de capitaux financiers servant à financer de nouveaux investissements en capital physique au Canada.

Le premier exemple est le plus simple. Un accroissement de la demande mondiale de produits canadiens *par rapport à la demande de produits des autres pays* fait monter la demande relative de dollars canadiens et, partant, le cours du huard par rapport aux autres monnaies. Le deuxième exemple concerne une augmentation des prix d'un grand nombre des produits exportés par le Canada; il implique une amélioration des termes de l'échange du Canada et constitue un cas particulier du premier exemple. La progression du revenu des exportateurs canadiens que cette hausse entraîne a également un effet direct favorable sur la demande globale au pays, d'où une appréciation du dollar canadien. Le troisième exemple fait ressortir que les variations de change de la première catégorie ne sont pas toutes dues à des modifications de la balance des paiements courants. Supposons que des entrepreneurs comptent sur les capitaux étrangers pour financer de nouveaux projets d'investissement au Canada. Ceux-ci constituent un choc direct positif pour la demande globale au pays; l'afflux de capitaux étrangers a pour effet d'accroître la demande de la monnaie canadienne et provoque une appréciation de cette dernière.

### **Effet direct et effet de prix relatifs sur la demande globale**

En modifiant les prix relatifs des produits nationaux et étrangers, une appréciation du dollar canadien cause une *substitution* de dépenses : les consommateurs, tant canadiens qu'étrangers, sont incités à substituer des biens et des services étrangers devenus relativement bon marché à des produits canadiens devenus relativement chers. Autrement dit, par son incidence sur les prix relatifs internationaux, l'appréciation du huard conduit à une diminution des exportations canadiennes et à une augmentation des importations canadiennes.

---

*Une caractéristique clé des variations de change de la première catégorie est que l'effet direct et l'effet de prix relatifs poussent la demande globale dans des sens opposés.*

---

Une appréciation de la première catégorie a donc deux effets distincts sur la demande globale au pays. Au

taux de change initial, le choc fait directement augmenter la demande globale — c'est l'*effet direct*. Mais le choc peut aussi entraîner une appréciation qui, en modifiant les prix relatifs, aboutit à une réduction des exportations nettes et, par conséquent, de la demande globale — c'est l'*effet de prix relatifs*. L'effet net total sur la demande globale est la somme de l'effet direct et de l'effet de prix relatifs, laquelle n'est généralement pas nulle.

Une caractéristique clé des variations de change de la première catégorie est que l'effet direct et l'effet de prix relatifs poussent la demande globale dans des sens *opposés*, les mouvements du taux de change aidant à atténuer ou à absorber les répercussions du choc initial sur la demande globale.

### **Implications pour la politique monétaire**

En raison des délais inhérents au mécanisme de transmission, il n'est pas souhaitable que la Banque du Canada réagisse aux variations de change qu'elle estime temporaires. Il est peu probable que l'incidence de celles-ci sur l'économie soit prononcée, et les effets de la politique monétaire ne se feraient sans doute sentir qu'après que ceux du choc se sont eux-mêmes dissipés. C'est pourquoi la Banque tente de voir au-delà des fluctuations du taux de change de courte durée — malgré les difficultés que cela soulève en pratique — pour se concentrer sur les variations à caractère persistant.

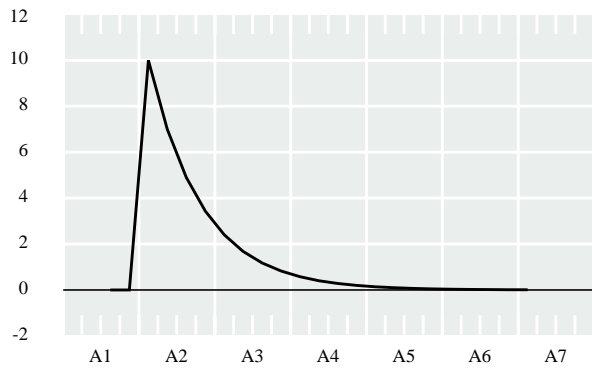
La réaction appropriée à une variation de la première catégorie qui est jugée persistante dépend de l'incidence nette que celle-ci aura sur la demande globale. Prenons le cas d'une hausse des cours mondiaux des produits de base qui se traduit par une appréciation du dollar canadien. Ce renchérissement fait directement augmenter la demande globale, mais l'effet de prix relatifs joue en sens inverse en réduisant les exportations nettes. Comme l'incidence nette exercée sur la demande globale s'avère le plus souvent favorable, un resserrement de la politique monétaire de la Banque est indiqué.

La Figure 2 illustre les retombées d'une hausse temporaire de 10 % des prix réels des produits de base simulée à l'aide du nouveau modèle de projection de la Banque, baptisé TOTEM (pour *Terms Of Trade Economic Model*). TOTEM peut servir à prévoir les répercussions des chocs sur l'économie canadienne et à analyser l'effet des décisions de politique monétaire. Il peut aussi servir à étudier les conséquences sur la demande globale de chocs externes touchant la demande de biens et de services ou la prime de risque relative aux actifs canadiens, en permettant d'explorer

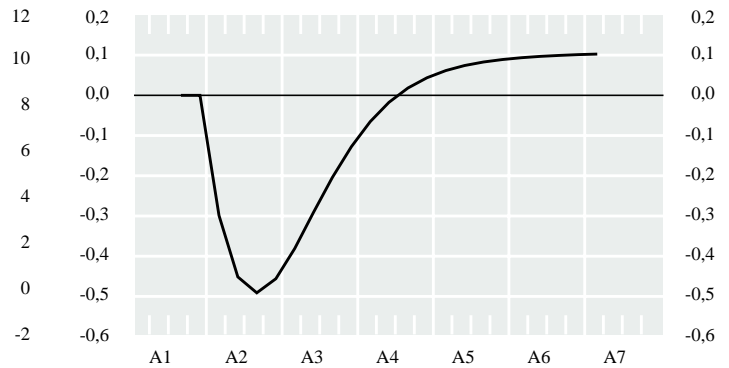
Figure 2

### Appréciation de la première catégorie causée par une hausse des prix des produits de base

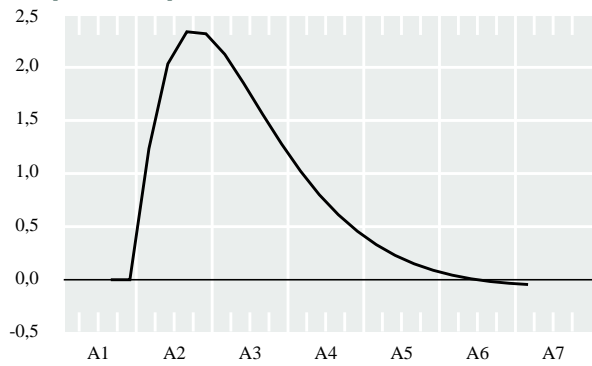
A. Prix réels des produits de base



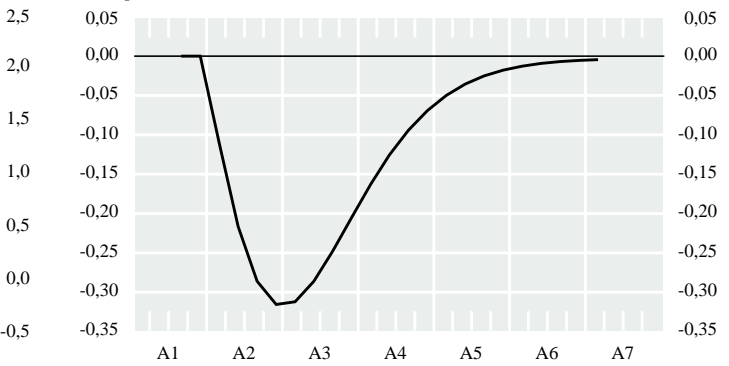
B. Taux de change nominal (prix de la devise étrangère en \$ CAN)



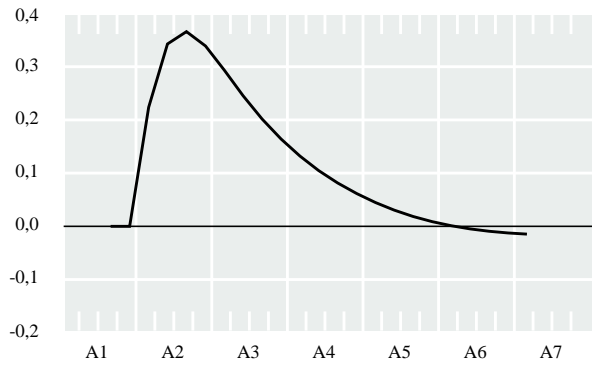
C. Exportations de produits de base



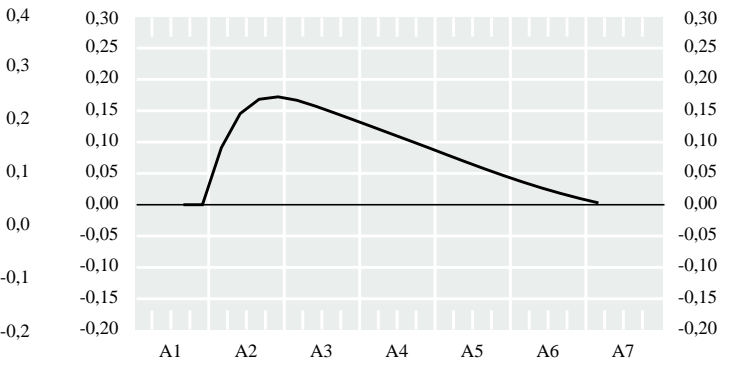
D. Exportations de biens manufacturés



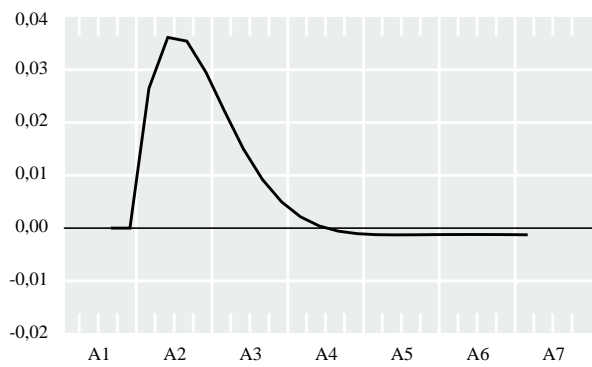
E. Exportations totales



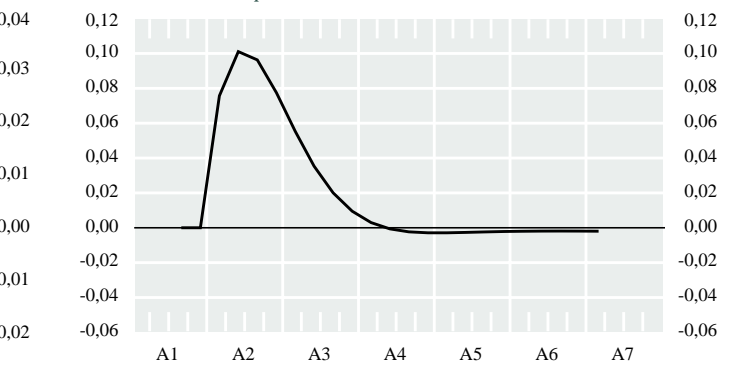
F. Écart de production



G. Taux directeur nominal



H. Inflation mesurée par l'indice de référence



les conséquences différentes des forces de la première catégorie et de la deuxième catégorie<sup>3</sup>.

Le Graphique A montre le profil temporel du choc simulé : une augmentation rapide de 10 % des prix des produits de base se dissipant entièrement au bout de quatre ans. L'appréciation du dollar canadien provoquée par le choc est représentée au Graphique B. (Le taux de change nominal est mesuré par le prix en dollars canadiens d'une unité de monnaie étrangère, de sorte qu'une réduction du taux de change correspond à une appréciation du dollar canadien.) Le Graphique C fait état d'une montée sensible des exportations de produits de base, alors que le Graphique D indique une diminution des exportations de biens manufacturés, qui sont désavantagées par la vigueur du dollar canadien. Les exportations totales font néanmoins un bond (Graphique E), lequel contribue à stimuler le PIB et à creuser l'écart de production, illustré au Graphique F (les importations, qui ne sont pas représentées, augmentent à la suite de l'appréciation du dollar, mais les exportations nettes s'accroissent quand même). Comme la production est déterminée à court terme par la demande, la hausse du PIB montre bien que l'effet net d'une appréciation de la première catégorie sur la demande globale est favorable. L'apparition d'un écart de production positif implique l'émergence d'une demande excédentaire dans l'économie canadienne. La banque centrale réagit à ce choc en relevant le taux cible du financement à un jour (Graphique G). Malgré cette intervention, la demande excédentaire entraîne une hausse de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique H), mais cet effet s'estompe assez rapidement puisque l'inflation revient à son niveau initial en trois ans.

## Variations de change de la deuxième catégorie

### Définition

Les variations de change de la deuxième catégorie sont imputables à des chocs économiques qui *n'agissent pas* directement sur le marché canadien des biens et des services et qui opèrent plutôt leurs effets sur la demande ou l'offre globale nationale par l'intermédiaire du taux de change. Voici, à titre d'illustration, trois exemples de chocs qui provoquent une appréciation

du dollar canadien (dans chaque cas, le choc opposé causerait une dépréciation de la deuxième catégorie) :

1. une progression de la part des actifs canadiens dans les portefeuilles financiers nationaux ou étrangers au détriment de la part des actifs étrangers;
2. un afflux de capitaux au Canada servant à financer l'achat de capital physique existant;
3. une dépréciation multilatérale de la monnaie d'un important partenaire commercial requise pour résorber un déficit de la balance des paiements courants.

---

*Les variations de change de la deuxième catégorie sont imputables à des chocs économiques qui n'agissent pas directement sur le marché canadien des biens et des services.*

---

Dans les deux premiers exemples, la hausse de la demande d'actifs canadiens (actifs financiers ou actifs physiques existants) engendre une augmentation de la demande de dollars canadiens sur les marchés des changes et, par le fait même, une appréciation du huard. Dans un cas comme dans l'autre, elle donne lieu à des mouvements de capitaux et à des transactions au titre du compte de capital de la balance canadienne des paiements. Dans le troisième exemple, le dollar canadien peut connaître une appréciation si les marchés financiers s'attendent à ce que le réaligement général des devises nécessaire à la correction des déséquilibres des paiements courants se solde par une telle appréciation. Celle-ci pourrait très bien être liée davantage au fait que la résorption des déséquilibres entre d'autres pays commande un réaligement multilatéral des monnaies qu'à la viabilité proprement dite de la position internationale du Canada. Il convient de noter, enfin, que les modifications du taux de change dictées par les attentes ne donnent pas nécessairement naissance à des flux financiers entre les pays.

### Effet de prix relatifs sur la demande globale

Dans ces trois exemples, les mouvements du taux de change n'ont aucune incidence directe sur la demande

---

3. Le modèle TOTEM pourrait remplacer le Modèle de prévision trimestriel (MTP), le principal modèle que la Banque utilise à l'heure actuelle pour l'élaboration des projections et l'analyse des politiques.

de biens et de services canadiens ni donc sur la demande globale au pays. Cette absence d'effet direct distingue la deuxième catégorie de variations de la première. Mais, comme dans le cas des variations qui appartiennent à la première catégorie, l'appréciation du dollar canadien modifie les prix relatifs internationaux en faisant augmenter le prix relatif des produits canadiens et diminuer celui des produits étrangers. Par conséquent, les consommateurs canadiens et étrangers sont incités à substituer des biens étrangers relativement bon marché à des biens canadiens relativement chers. Cet effet de prix relatifs entraîne une chute des exportations nettes du Canada et, du même coup, un recul de la demande globale au pays.

Les variations de change de la première catégorie ont deux effets distincts : un effet direct sur la demande globale et un effet de prix relatifs, qui contrebalance en partie ce dernier. Les variations de la deuxième catégorie, par contre, n'exercent que le second type d'effet. Comme elles n'influent pas directement sur la demande globale, leur incidence nette totale sur celle-ci est entièrement déterminée par l'effet de prix relatifs.

### **Implications pour la politique monétaire**

Comme je l'ai mentionné dans mon analyse des variations de la première catégorie, il n'est pas souhaitable que la Banque réagisse aux fluctuations de courte durée. Les fluctuations dues à des forces de la deuxième catégorie sont fréquemment liées à des modifications des perceptions des investisseurs concernant la qualité relative des actifs, et il n'est pas rare qu'elles s'inversent après peu de temps. Il est très important, dès lors, que la Banque évalue la persistance probable d'un choc attribuable à une variation qui relève apparemment de la deuxième catégorie.

La Figure 3 montre les effets, simulés à l'aide du modèle TOTEM, d'une *diminution* de la prime de risque perçue sur les actifs financiers canadiens. Ce choc a été défini de façon à produire une appréciation initiale du taux de change identique à celle de la première catégorie illustrée à la Figure 2 (également reproduite à la Figure 3), ce qui permet de comparer les répercussions de deux appréciations de même ampleur qui ne se distinguent que par leur cause. Les effets de la hausse des prix des produits de base sont représentés au moyen de traits continus et ceux de la baisse de la prime de risque au moyen de traits discontinus.

Le choc dont le profil temporel est représenté au Graphique A consiste en une réduction substantielle de la prime de risque qui se dissipe après deux ans. Le

Graphique B montre l'effet sur le taux de change nominal; la trajectoire initiale de ce dernier est la même que dans le cas de l'appréciation de la première catégorie. Les Graphiques C et D présentent l'évolution des exportations : les exportations de produits de base ne sont que légèrement touchées, car la hausse du dollar canadien n'a que peu ou pas d'incidence sur les prix mondiaux de ces produits (qui sont exprimés en dollars américains). Par contre, l'appréciation du dollar a clairement pour résultat d'assombrir les perspectives économiques des exportateurs de biens manufacturés. Les exportations totales chutent (Graphique E), ce qui contribue à une contraction du PIB et à l'apparition d'un écart de production négatif (Graphique F). Cet écart de production négatif implique une situation d'offre excédentaire. La banque centrale réagit à ce choc en réduisant le taux cible du financement à un jour (Graphique G), mais l'inflation mesurée par l'indice de référence diminue néanmoins pendant un peu plus de deux ans (Graphique H).

### **Le défi à relever pour la banque centrale**

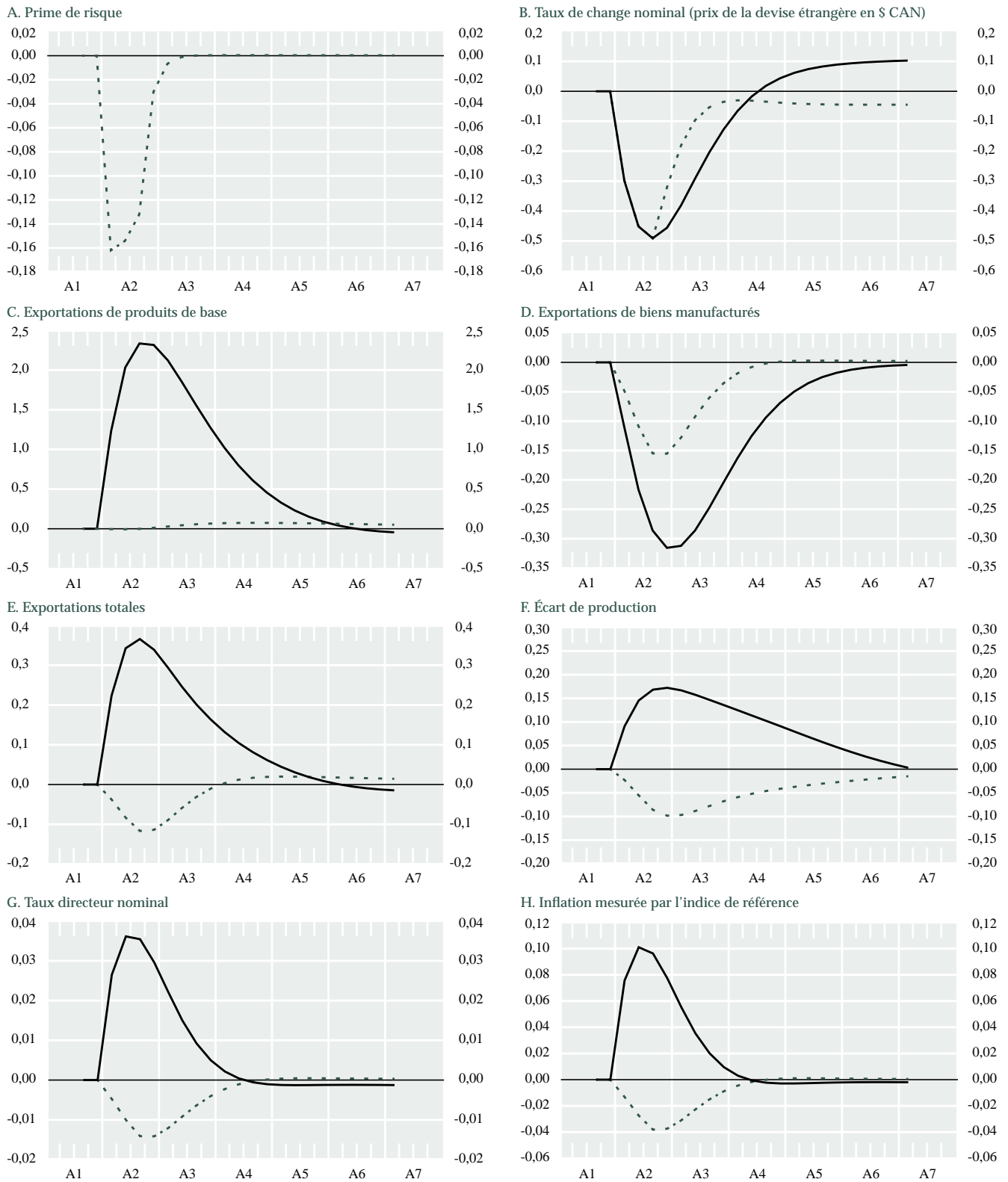
Si les fluctuations qu'enregistre le taux de change sont presque immédiatement apparentes, leurs causes n'en restent pas moins difficiles à déterminer. Pour la banque centrale, le principal défi est le suivant : discerner l'origine de la variation de change pour établir son effet net sur la demande globale et, par conséquent, la réaction appropriée de la politique monétaire. Tâche d'autant plus ardue que la variation observée peut avoir plus d'une cause si, comme il arrive souvent, plusieurs chocs se produisent en même temps. En pareil cas, il se peut que des forces opposées agissent sur la demande globale canadienne, et la Banque devra alors évaluer l'importance relative de chacune.

Prenons un exemple hypothétique mais réaliste. Supposons que le contexte économique canadien (ce qui englobe la fiscalité, la réglementation, la croissance de la productivité et l'inflation) s'améliore à tel point que le Canada soit désormais perçu comme un lieu plus propice aux investissements et à l'exploitation d'une entreprise. Cette amélioration pourrait engendrer deux chocs différents dans l'économie canadienne. Premièrement, des entreprises étrangères ou multinationales pourraient décider d'implanter de nouvelles installations de production ou leur siège social au Canada et financer elles-mêmes la construction de ces établissements. L'afflux de capitaux qui en résulterait entraînerait une appréciation du dollar canadien, et les nouvelles constructions représenteraient de



Figure 3

**Comparaison des appréciations de la première et de la deuxième catégorie**



nouveaux investissements en capital physique. Une appréciation de ce type relève de la première catégorie, puisqu'elle a un effet positif direct sur la demande globale. Deuxièmement, les investisseurs mondiaux pourraient rééquilibrer leurs portefeuilles en vue d'y accroître la part des actifs financiers canadiens. L'afflux net de capitaux induit par ce rééquilibrage se solderait par une hausse du dollar, mais il n'y aurait aucun effet direct sur la demande globale canadienne. Ce type d'appréciation appartient à la deuxième catégorie. Dans cet exemple, la valeur externe du dollar canadien grimperait vraisemblablement en réaction à *la fois* à des forces de la première et de la deuxième catégorie. La tâche de la politique monétaire se compliquerait du fait qu'il faudrait déterminer la contribution *relative* de chaque force à l'appréciation totale du dollar canadien.

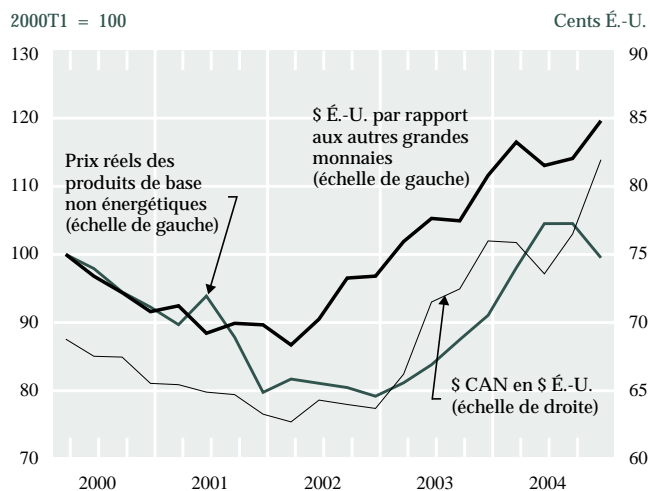
### Un exemple tiré de l'histoire récente

Examinons comment la distinction entre les variations de change de la première catégorie et de la deuxième catégorie peut nous aider à interpréter l'évolution économique et les mesures de politique monétaire prises par la Banque du Canada en 2003 et en 2004, à un moment où le dollar canadien s'appréciait vivement par rapport au dollar É.-U. Les deux catégories de variations semblent avoir coexisté durant toute cette période, bien que leur importance relative se soit modifiée dans le temps, comme le montre la Figure 4.

En 2003, le dollar canadien a gagné tout près de 20 % contre le dollar É.-U., passant d'un peu moins de 65 cents américains en janvier à plus de 75 en décembre. Pourquoi cette appréciation? Les prix réels des produits de base non énergétiques ont fait un bond d'environ 12 % au cours de cette période — une force relevant clairement de la première catégorie. Parallèlement, le dollar É.-U. s'est déprécié de quelque 15 % par rapport aux monnaies de tous les autres pays importants (y compris les autres grands pays importateurs de produits de base), probablement sous l'action de puissantes forces de la deuxième catégorie. Les exportations nettes ont considérablement freiné la croissance de l'économie canadienne en 2003, ce qui porte à croire que les forces de la deuxième catégorie étaient alors prédominantes. La décision de la Banque de réduire le taux cible du financement à un jour au début de 2004 pourrait s'expliquer par le fait que celle-ci ne prévoyait pas un redressement imminent des exportations nettes.

Figure 4

### Deux forces à l'origine des mouvements du dollar canadien



À la fin de l'été 2004, toutefois, la hausse des prix mondiaux des produits de base et l'expansion rapide de la demande mondiale faisaient partie du paysage économique depuis plusieurs mois. En dépit d'un nouvel accès de faiblesse du dollar É.-U., les exportations nettes ont alimenté de façon appréciable la croissance du PIB canadien au premier semestre de 2004. Cette évolution incite à penser que les forces de la première catégorie dominaient alors. Comme l'économie canadienne s'approchait rapidement des limites de sa capacité, la Banque a relevé son taux directeur en septembre.

Vers la fin de 2004, cependant, le rapport entre les forces de la première et de la deuxième catégorie avait de nouveau changé, l'importance relative des secondes ayant augmenté. Le dollar É.-U. s'était nettement replié par rapport aux autres grandes monnaies flottantes, alors que le dollar canadien s'établissait à plus de 85 cents américains, son plus haut niveau en treize ans. Cette appréciation était survenue en dépit d'un recul des prix des produits de base et d'un assombrissement des perspectives de croissance de l'économie mondiale. La vigueur du dollar canadien était vraisemblablement imputable à des forces de la deuxième catégorie qui suffisaient à contrebalancer

des forces de la première catégorie neutres ou même négatives. La Banque n'a pas modifié le taux cible du financement à un jour à la date d'annonce préétablie de décembre 2004. (En juillet 2005, le taux cible du financement à un jour se situait encore au niveau d'octobre 2004, neuf mois auparavant.)

## Conclusion

Les variations du taux de change ne se valent pas toutes. Du point de vue de la politique monétaire, leur cause importe tout autant que les variations elles-mêmes. Le présent article visait principalement à clarifier la différence entre deux grandes catégories de variations du taux de change et à expliquer pourquoi chacune d'elles est associée à des effets nets différents sur la demande globale canadienne. L'établissement de la cause et du degré de persistance des mouvements

du taux de change représente un important défi pour la Banque du Canada. Mais elle se doit de le relever si elle veut mettre en œuvre des mesures de politique monétaire appropriées et conformes à son objectif, qui est de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

---

*Les variations du taux de change ne se valent pas toutes. Du point de vue de la politique monétaire, leur cause importe tout autant que les variations elles-mêmes.*

---

