

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La plus forte volatilité de l'inflation ces dernières années a-t-elle changé la valeur d'équilibre des taux de change?

Par Hendrix Vachon, économiste principal

Faits saillants

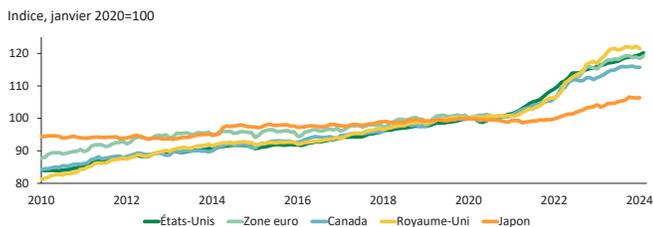
Une des façons d'estimer la valeur d'équilibre des taux de change à long terme est de comparer le niveau des prix entre les pays. En moyenne, on devrait observer que les taux de change s'ajustent graduellement pour maintenir la parité des prix entre différents pays, ce que l'on nomme la parité des pouvoirs d'achat (PPA). Depuis la pandémie, la plus forte volatilité de l'inflation est susceptible d'avoir modifié l'équilibre à long terme de certains taux de change. Dans ce *Point de vue économique*, nous en faisons l'analyse pour les principaux taux de change des pays avancés qui font l'objet de nos prévisions.

Volatilité accrue dans les prix

Habituellement, l'inflation augmentait d'environ 2 % par année dans la plupart des pays avancés. Le portrait a été très différent ces dernières années, avec des taux d'inflation qui ont atteint 8 %, voire plus de 10 % dans certains cas. Au cumul, c'est au Royaume-Uni que l'Indice des prix à la consommation total (IPC) a le plus augmenté depuis la pandémie (graphique 1). La zone euro et les États-Unis suivent de près. Les prix ont moins augmenté au Japon. Au bout du compte, la volatilité accrue dans les prix et les divergences entre les pays ont vraisemblablement modifié la valeur d'équilibre des taux de change estimée par la PPA.

Graphique 1

Les prix ont augmenté davantage au Royaume-Uni, mais la zone euro et les États-Unis suivent de près



Datastream et Desjardins, Études économiques

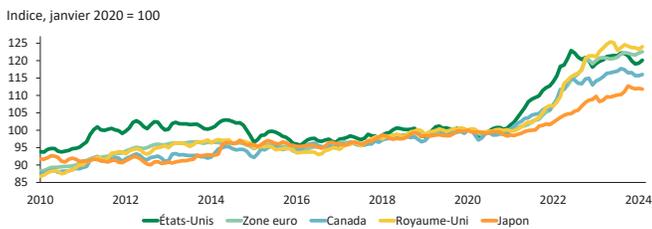
Techniquement, la façon la plus pure d'estimer la PPA, qu'on appelle aussi PPA absolue, serait de comparer directement la valeur monétaire d'un même panier de biens et services entre deux pays. Si ce panier coûtait 1 000 \$ CAN au Canada et 750 \$ US aux États-Unis, le taux de change d'équilibre entre ces deux pays serait de 1000/750, ou de 1,33 \$ CAN/\$ US. Cependant, de telles données n'existent pas. Il y a bien l'indice Big Mac, qui compare le prix du célèbre burger entre les pays, mais ça demeure un panier de consommation très incomplet. Nous devons donc nous rabattre sur d'autres données, comme l'IPC. Celui-ci reste toutefois un indicateur imparfait, car il n'est pas calculé de la même façon d'un pays à l'autre. Cet indice ne permet pas non plus de comparer directement la valeur monétaire du panier de consommation entre les pays. Il est quand même utile pour mesurer la variation des prix dans le temps, ce qui permet de construire un historique pour la valeur d'équilibre du taux de change. On doit néanmoins faire l'hypothèse que la PPA est respectée à long terme et que le taux de change évolue autour de cette valeur d'équilibre dictée par les mouvements de prix.

L'idéal serait aussi de comparer seulement les prix de produits échangeables en raison de la possibilité d'arbitrage de ces prix entre différents pays. Sans ces arbitrages, les prix peuvent facilement diverger pendant de longues périodes, ce qui procure une moins bonne information sur les niveaux d'équilibre des taux de change. Un compromis peut être trouvé avec l'analyse

du prix des biens. Ces derniers sont plus souvent échangeables, ou ils sont fabriqués à partir d'intrants qui circulent à grande échelle entre les pays. En 2021 et en 2022, les prix des biens ont augmenté plus vite aux États-Unis, mais la palme est ensuite allée au Royaume-Uni et à la zone euro (graphique 2). Il est aussi intéressant de noter que les prix des biens avaient peu divergé entre les principales économies de 2016 à 2020. Des écarts importants sont apparus ces trois dernières années, amenant des ajustements à l'estimation des taux de change d'équilibre.

Depuis près d'une décennie, l'écart le plus important entre le taux de change eurolandais et sa valeur d'équilibre a été observé en 2022, alors que la Réserve fédérale avait pris de l'avance sur la Banque centrale européenne dans son resserrement monétaire. Il y avait aussi d'importantes craintes en Europe en raison des conséquences de la guerre en Ukraine, notamment sur le plan des approvisionnements énergétiques. Ces craintes se sont grandement estompées depuis, réduisant la probabilité de revoir un grand écart entre le taux de change eurolandais et sa valeur d'équilibre. Des baisses de taux d'intérêt plus graduelles aux États-Unis en comparaison de la zone euro pourraient limiter la réappréciation de l'euro pendant plusieurs mois. On pourrait devoir attendre la fin de l'année 2024, sinon plus tard en 2025 avant que celui-ci n'atteigne durablement 1,11 \$ US.

Graphique 2
Il y a plus de divergences si l'on prend seulement le prix des biens



Datastream et Desjardins, Études économiques

La valeur d'équilibre de l'euro selon le prix des biens a baissé

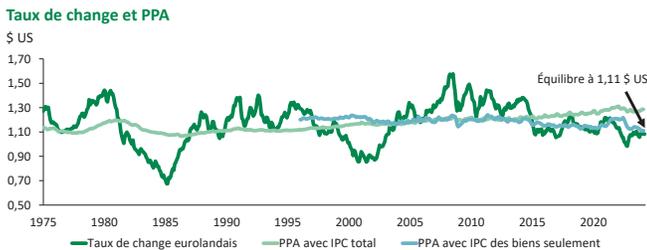
L'euro oscille actuellement aux environs de 1,08 \$ US, ce qui n'est pas très loin de la valeur d'équilibre estimée par la PPA avec le prix des biens (graphique 3). D'ailleurs, depuis 2015, il s'est rarement fortement distancé de son niveau d'équilibre établi par cette méthode. La valeur d'équilibre s'est maintenue aux environs de 1,15 \$ US entre 2015 et 2020. Elle a augmenté à 1,20 \$ US en 2021 et en 2022, pour ensuite redescendre au niveau actuel de 1,11 \$ US.

La livre reste nettement sous sa valeur d'équilibre depuis le Brexit

Du côté de la livre sterling, une particularité est que sa valeur d'équilibre estimée avec la PPA est sensiblement la même, peu importe si l'on prend l'indice total des prix à la consommation ou seulement le prix des biens. Actuellement, la valeur d'équilibre est dans les deux cas aux environs de 1,50 \$ US. De 2015 à 2020, cette valeur avait oscillé autour de 1,55 \$ US, pour ensuite temporairement augmenter à plus de 1,60 \$ US en 2021 et en 2022.

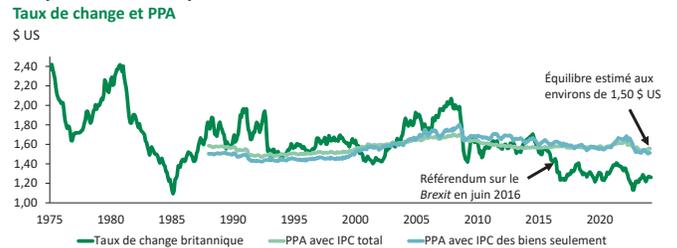
Contrairement à l'euro, la valeur actuelle du taux de change britannique se situe nettement sous sa valeur d'équilibre estimée (graphique 4). C'est le cas depuis le référendum ayant mené à la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (le *Brexit*). Il est probable que la livre converge à nouveau vers sa valeur d'équilibre, mais cela prendra vraisemblablement du temps alors que l'économie britannique devra continuer de s'ajuster à son nouvel environnement post-*Brexit*.

Graphique 3
L'euro n'est pas très loin de l'équilibre selon la PPA calculée avec le prix des biens



La PPA avec l'IPC total est indexée selon la moyenne de 1975 à aujourd'hui. La PPA avec le prix des biens est indexée selon la moyenne de 1996 à aujourd'hui. Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4
Depuis le vote sur le Brexit, la livre sterling se maintient sous sa valeur d'équilibre estimée par la PPA



Les estimations de la PPA utilisent des prix indexés selon la moyenne de 1988 à aujourd'hui. Datastream et Desjardins, Études économiques

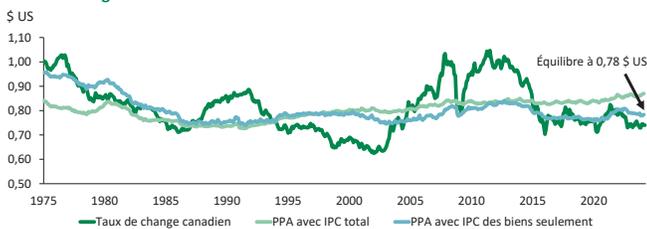
Le dollar canadien semble bien installé sous 0,80 \$ US

La valeur d'équilibre estimée pour le dollar canadien s'est longtemps maintenue au-dessus de la barre de 0,80 \$ US. Encore aujourd'hui, la PPA estimée avec l'IPC total suggère une valeur d'équilibre à 0,87 \$ US. Cependant, l'indicateur le plus fiable est probablement la PPA estimée avec le prix des biens et il a fortement divergé depuis 2015. Selon cette méthode, le point d'équilibre était à un peu moins de 0,77 \$ US entre 2015 et 2020. Il a augmenté jusqu'à 0,80 \$ US en 2022 pour ensuite redescendre aux environs de 0,78 \$ US (graphique 5).

Graphique 5

L'équilibre du dollar canadien calculé avec le prix des biens avait augmenté en 2021 et en 2022, mais a diminué depuis

Taux de change et PPA



Les estimations de la PPA utilisent des prix indicés selon la moyenne de 1975 à aujourd'hui. Datastream et Desjardins, Études économiques

Durant toute l'année 2023, le taux de change canadien est demeuré sous sa valeur d'équilibre et il paraît peu probable qu'il y revienne en 2024 et en 2025. Le potentiel de baisse de taux d'intérêt semble plus grand au Canada en comparaison des États-Unis, ce qui continuera de rendre le dollar canadien moins attrayant. Le huard affiche encore une certaine sensibilité aux prix du pétrole et des matières premières (elle a déjà été plus forte), mais nous n'anticipons pas suffisamment de gains de ce côté pour faire une grande différence sur le taux de change.

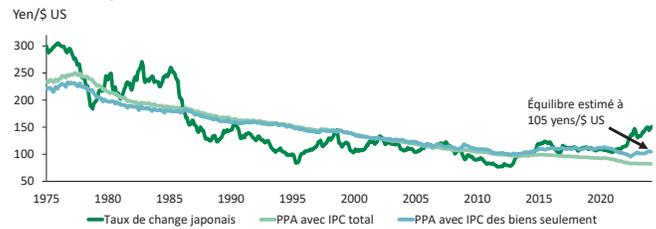
Le yen serait actuellement nettement sous-évalué

Le yen se démarque en étant plutôt sous-évalué par rapport à sa valeur d'équilibre estimée avec la PPA (graphique 6). Au fil des années, l'inflation constamment plus faible au Japon a contribué à accroître graduellement le pouvoir d'achat du yen. Par contre, un écart important s'est creusé depuis 10 ans entre la PPA avec l'IPC total et la PPA avec le prix des biens. La valeur d'équilibre estimée avec le prix des biens se situe actuellement à 105 yens/\$ US, ce qui n'est pas très loin de l'estimation moyenne de la décennie précédente. L'utilisation de l'IPC total pointe plutôt vers un équilibre près des 80 yens/\$ US. Le taux de change n'a pas souvent atteint un tel niveau. La dernière fois, c'était au début des années 2010, lorsque la Réserve fédérale maintenait ses taux directeurs très bas en plus d'acheter massivement des actifs.

Graphique 6

Le yen paraît fortement sous-évalué selon la PPA

Taux de change et PPA



Les estimations de la PPA utilisent des prix indicés selon la moyenne de 1975 à aujourd'hui. Datastream et Desjardins, Études économiques

Le yen devra s'apprécier de plus de 40 % pour regagner sa valeur d'équilibre estimée selon le prix des biens. Un tel scénario paraît toutefois improbable dans un horizon d'une à deux années. Nous misons sur une appréciation plus graduelle, d'autant plus que les taux d'intérêt au Japon devraient demeurer nettement plus faibles qu'aux États-Unis en 2024 et en 2025. La Banque du Japon ne semble pas non plus pressée de réduire la taille de son bilan, rendant aussi le yen moins attrayant en comparaison du billet vert.

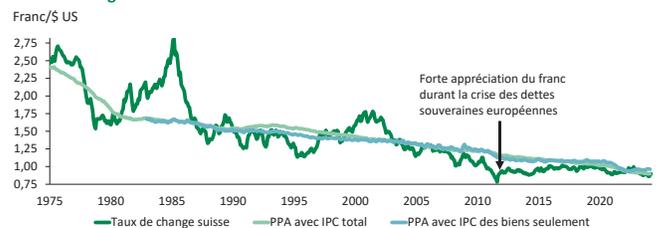
Le franc suisse n'est pas loin de l'équilibre

Comme pour la devise nipponne, l'inflation souvent plus faible en Suisse a contribué à accroître le pouvoir d'achat du franc au fil du temps. Mais contrairement au yen, le franc ne paraît pas sous-évalué actuellement. Sa valeur est même un peu plus élevée que la que la valeur d'équilibre de 0,96 franc/\$ US suggérée par les prix des biens (graphique 7).

Graphique 7

Le franc suisse profite également d'une longue tendance de faible inflation

Taux de change et PPA



La PPA avec IPC total est indicée selon la moyenne de 1975 à aujourd'hui. La PPA avec le prix des biens est indicée selon la moyenne de 1982 à aujourd'hui. Datastream et Desjardins, Études économiques

La Banque nationale suisse a pris de l'avance sur les principales banques centrales en décrétant une baisse de taux d'intérêt en mars. Cela a aidé à affaiblir un peu le franc. La devise est également sensible à la perception du risque en Europe. Durant la crise des dettes souveraines, le franc avait servi de refuge et s'était apprécié fortement. Au fur et à mesure que l'économie européenne reprendra du muscle, le franc pourrait se déprécier et converger plus près de sa valeur d'équilibre.

Certaines devises présentent un potentiel plus grand, mais il reste que plusieurs autres éléments influenceront les taux de change à court et à long terme

La PPA n'est pas une mesure parfaite de la valeur d'équilibre des taux de change, mais elle donne une idée des tendances futures que pourraient emprunter les taux de change. À la lumière de cette analyse, le yen présente un potentiel de réappréciation plus important. La livre aussi, mais cela dépendra entre autres du rythme des ajustements post-*Brexit* qui se poursuivront. Le dollar canadien et l'euro montrent un potentiel d'appréciation plus faible. Le franc suisse devrait quant à lui se déprécier quelque peu. Dans tous les cas, le contexte économique de chacun des pays, avec l'évolution des taux d'intérêt au premier plan, continuera d'avoir une incidence importante sur les taux de change en 2024 et en 2025. Cela influencera grandement le rythme de convergence vers les valeurs d'équilibre établies. La perception du risque, l'endettement des États, les flux de capitaux guidés par des considérations géopolitiques, la volatilité des marchés financiers et le cours des matières premières sont d'autres variables qui influenceront, à différents degrés, les principaux taux de change.

Parallèlement à cette analyse, il y a aussi lieu de se questionner sur les tendances à venir des prix des biens. Il n'est pas impossible que ces prix évoluent différemment d'un pays à l'autre, comme cela a eu lieu dans les dernières années. Une certaine reconvergence des prix entre les pays n'est pas impossible. Cela est sans compter que les prix pourraient bouger en fonction de décisions politiques propres à chaque pays, comme des choix en matière de tarification du carbone, des mesures protectionnistes ou des subventions aux entreprises. Ainsi, les valeurs d'équilibre des taux de change pourraient encore changer.