

Analyse et conjoncture économiques

Le Secteur du suivi et prévision de l'économie et des revenus budgétaires

Volume 2, numéro 1

5 avril 2004

Dollar canadien***L'évolution de la devise de 1992 à 2003*****Sommaire**

1. Le dollar canadien a connu une décennie de dépréciation presque ininterrompue de 1992 à 2002 et il a fortement remonté en 2003.
2. Le rôle des écarts de taux d'intérêt n'est pas aussi clair qu'on le suppose souvent. De plus, la théorie est partagée quant à la relation qui les unit au taux de change.
3. L'évolution de la Bourse et les crises financières internationales expliquent partiellement le cours du dollar.
4. La taux de change a aussi des déterminants économiques : les prix des matières premières, la croissance économique et les politiques budgétaire et monétaire.
5. Les facteurs macroéconomiques semblent maintenant plus équilibrés que dans la période 1992-2002. Le taux de change du dollar canadien devrait donc évoluer plus près de sa valeur d'équilibre de long terme.

1

Une décennie de baisse et une année de hausse

La période de 1992-2002 a été difficile pour le dollar canadien, mesuré à l'aune de la devise américaine. Ayant connu un sommet cyclique en novembre 1991¹, il a décliné sans interruption significative pendant les onze années qui ont suivi. Cette tendance a pris fin avec la remontée rapide par rapport au dollar américain qui a cours depuis le début de l'année 2003.

Cette longue dépréciation ne s'est pas produite de façon régulière. De 1992 à 1994 a eu lieu une baisse marquée, qui a entraîné un retour aux niveaux des années 1980. Ensuite deux années plutôt stables et calmes, 1995 et 1996. L'année 1997 a vu apparaître la crise asiatique, dont les effets se sont amplifiés jusqu'en 1998. Cela a constitué une période de baisse accélérée pour le dollar canadien.

La devise canadienne a repris en 1999 une partie du terrain perdu, sans regagner les niveaux d'avant la crise. Puis, les années 2000 à 2002 ont été marquées par un nouvel affaiblissement du dollar, moins rapide, mais qui l'a fait atteindre de nouveaux creux par rapport à la devise américaine.

ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE CANADA—ÉTATS-UNIS
(cents américains)

Source : Statistique Canada.

¹ Il a atteint 89,26 ¢ US le 1^{er} novembre 1991. La moyenne mensuelle la plus élevée a été enregistrée en octobre 1991 à 88,66 ¢ US.

En 2003, la situation s'est brusquement renversée et la devise canadienne est remontée en un an à des niveaux proches de ceux de 1993.

Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer la baisse du dollar canadien. La plus simple est que le dollar canadien aurait chuté parce que les prix canadiens auraient augmenté plus vite que ceux aux États-Unis. Le taux de change nominal aurait changé, mais le taux de change réel serait resté le même.

Manifestement, cela n'a pas été le cas dans les années 1990. C'est même le contraire qui s'est produit : l'inflation au Canada a presque toujours été plus faible que l'inflation aux États-Unis.

Les sections suivantes esquisseront plus complètement les causes de la dépréciation prolongée du dollar canadien. La section 2 examine le rôle des écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis dans l'évolution du taux de change sur cette période. La section 3 élargit cette discussion à d'autres indicateurs financiers. Finalement, la section 4 introduit des déterminants économiques qui ont aussi influencé la devise.

2

Le rôle des taux d'intérêt

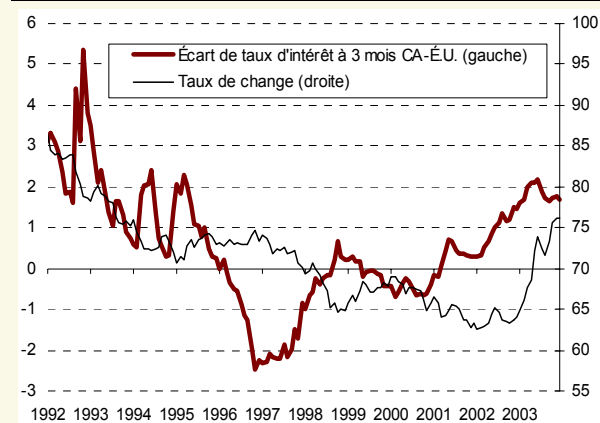
Dans les commentaires économiques et financiers, les écarts de taux d'intérêt sont l'explication la plus fréquente du mouvement relatif des devises mondiales. L'explication conventionnelle veut qu'un taux d'intérêt élevé soit immédiatement corrélé avec une devise qui s'apprécie.

En effet, selon ce modèle de portefeuille, les investisseurs cherchent à placer leur argent dans les pays où ils peuvent obtenir le meilleur rendement. Un taux d'intérêt élevé stimule un afflux de capitaux pour fins d'investissement, qui fait grimper la valeur de la devise. Le taux de change s'ajuste ainsi jusqu'à ce que la baisse des exportations nettes induite par l'appréciation du change vienne compenser les entrées de capitaux.

Malgré la fréquence à laquelle cette explication revient, il n'est pas évident qu'elle jette beaucoup de lumière sur l'évolution de la devise à moyen terme pendant la période 1992-2003. En elle-même, l'évolution des taux d'intérêt n'a pas été un guide fiable pour prévoir l'évolution de la devise.

Jusqu'en 1995, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre le Canada et les États-Unis a eu tendance à se réduire et la devise canadienne s'est dépréciée. Pour cette période, le modèle de portefeuille fournit une bonne explication. En 1995 et 1996 cependant, l'écart de taux a continué à se réduire et s'est même renversé. Or, c'est une période où le dollar canadien s'est stabilisé par rapport au dollar américain.

TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CHANGE
(points de pourcentage; cents américains)



Sources : Statistique Canada, Bloomberg.

La suite des choses semble également, sinon discréditer, du moins nuancer l'explication commune liée aux taux d'intérêt. De 1997 à 2002, le dollar canadien a en fait presque toujours évolué à l'inverse des écarts de taux. Il s'est affaibli lorsque les taux canadiens ont augmenté par rapport aux taux américains et a remonté dans le cas contraire. Aussi, ces remarques s'avèrent quel que soit le terme des taux que l'on choisit.

Ni les données historiques ni les estimations économétriques permettent de poser un verdict clair sur le lien entre le taux d'intérêt et le taux de change. Cela n'est pas surprenant, dans la mesure où la théorie économique est elle-même ambiguë quant à la manière dont le taux de change et le taux d'intérêt interagissent.

Ainsi, la théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI) prend la relation entre le taux d'intérêt et le taux de change à l'envers. Selon la PTI, les flux d'investissements internationaux devraient faire en sorte que le retour sur l'investissement soit le même dans tous les pays. Pour que le taux d'intérêt d'un pays se maintienne à un niveau plus élevé qu'ailleurs tout en respectant la PTI, il faut donc que les

investisseurs s'attendent à ce que la devise de ce pays se déprécie dans l'avenir².

On trouve le même rapport entre le taux d'intérêt et la devise dans les modèles monétaristes de détermination du taux de change. Ainsi, lorsque le taux d'intérêt d'un pays est élevé (par rapport à un autre endroit où le taux serait faible), la demande réelle de monnaie dans ce pays est plus faible par rapport à la demande d'autres monnaies. En supposant que l'offre de monnaie soit fixe, le taux de change devrait donc être faible.

La relation observée entre le taux de change du dollar canadien et les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis entre 1992 et 2003 n'est pas assez forte pour donner un crédit absolu à aucune des théories mentionnées plus haut.

Les estimations économétriques ne sont pas plus concluantes; il semble que la PTI se vérifie empiriquement, au moins en partie et à court terme. À moyen terme, cependant, la relation inverse semble s'affirmer, avec des délais variables cependant. De toute manière, l'écart de taux d'intérêt ne saurait tout expliquer à lui seul, et il convient donc de se tourner vers d'autres éléments pour trouver une explication plus complète.

3

Autres déterminants financiers

Plusieurs facteurs financiers autres que les taux d'intérêt sont aussi évoqués régulièrement pour expliquer les fluctuations du dollar canadien. Parmi ceux-ci, la tenue du marché boursier et les crises financières internationales occupent une bonne place.

Le marché boursier

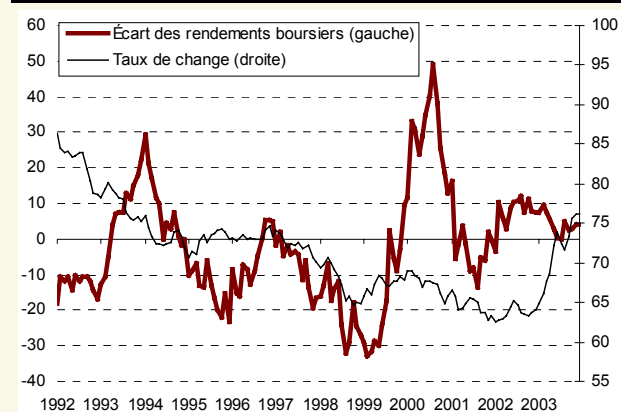
La Bourse a connu une performance exceptionnelle dans les années 1990, tant au Canada qu'aux États-Unis, et ensuite un dégonflement prolongé du début des années 2000. De plus en plus, les rendements du marché boursier ont servi à expliquer les hauts et les bas de la devise canadienne. Ce mouvement a été encouragé par des épisodes comme celui du décrochage du titre de Nortel en septembre 2000, où la devise a été fortement affectée dans les jours qui ont suivi.

² C'est d'ailleurs le principe qui prévaut sur le marché à terme des devises (*forward market*).

Il est vrai que la Bourse canadienne a pris une part croissante dans les placements des investisseurs étrangers au Canada pendant les années 1990, une tendance qui s'est cependant renversée à compter de 2001.

Comme les investissements de portefeuille des étrangers au Canada se sont partagés à peu près également entre les actions et les obligations, il ne serait pas surprenant que les rendements du marché boursier jouent un rôle dans la détermination du taux de change canadien.

RENDEMENTS BOURSIS ET TAUX DE CHANGE (pourcentage; cents américains)



Sources : Statistique Canada, Bloomberg.

Sur une période plus longue, soit de 1994 au début de 1999, les écarts des rendements boursiers entre le Canada et les États-Unis ont effectivement assez bien suivi l'évolution du dollar.

Au milieu de 1999 cependant, la Bourse canadienne a entamé une période de surperformance qui a eu peu d'impact sur le dollar, pas plus d'ailleurs que la chute tout aussi rapide qui s'est ensuivie.

Les crises financières internationales

La dernière explication ne correspond pas à une variable particulière, mais elle est liée au degré de stress du système financier international. En cas de crise de confiance, le dollar canadien est considéré plus risqué que le dollar américain, et il est alors victime d'investisseurs frileux qui s'en départent en masse.

Les années entre 1992 et 2003 ont été fertiles en crises financières. La première est survenue en 1995, alors que le Mexique était touché par une baisse de confiance subite. Mais l'impact sur le dollar canadien a été relativement faible, et n'a été que temporaire.

En 1997 a débuté la crise asiatique, qui s'est poursuivie pendant plus d'une année et a débouché sur la crise russe d'août 1998. L'impact sur le dollar canadien a cette fois été beaucoup plus important : il est passé de 72 à moins de 65 cents américains. Puis, à la fin de l'an 2001, ce fut au tour de l'Argentine d'être frappée et d'être tenue responsable de la faiblesse de la devise canadienne.

Dans de telles situations, mais particulièrement lors de la crise asiatique, le dollar canadien a été secoué et est ressorti de l'épisode plus faible qu'il ne l'était auparavant.

À cet égard, il est probable que les crises financières ont renforcé les tendances qui existaient déjà sur le marché des devises. Ainsi, le dollar canadien aurait été frappé parce qu'il était déjà vu comme une devise fragile et le dollar américain comme une valeur refuge, et ce, avant même que la crise ne se déclenche.

4

Déterminants macroéconomiques

Les flux financiers ne déterminent pas la valeur du dollar canadien dans un environnement fermé et stérile. L'état de l'économie canadienne influence la devise, de façon directe et indirecte à travers les déterminants financiers. Parmi les facteurs économiques importants, on retrouve les prix des matières premières, la croissance économique et les politiques monétaire et budgétaire.

Les prix des matières premières

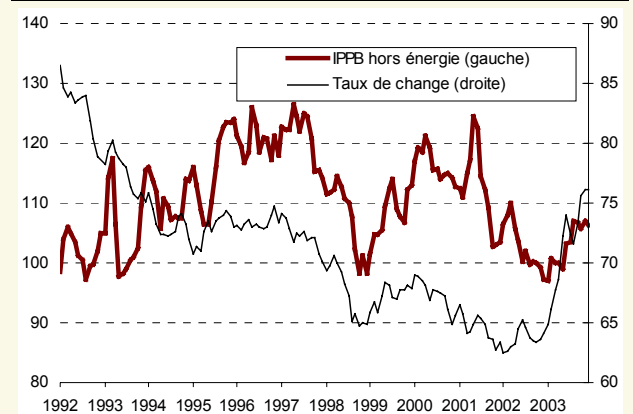
Les prix des matières premières sont un déterminant qui a des assises solides. De nombreuses études, certaines publiées par la Banque du Canada, attestent qu'il existe une corrélation entre les prix des matières premières, surtout si on exclut l'énergie³, et l'évolution du dollar canadien.

L'économie du Canada est très liée aux cours des matières premières, puisque celles-ci représentent un peu moins de 30 % des exportations canadiennes. À

l'inverse, l'économie américaine est une importatrice nette de matières premières. Ainsi, lorsque le prix relatif des matières premières baisse, les termes de l'échange du Canada se détériorent. Pour maintenir son solde commercial, les ressources doivent se déplacer du secteur primaire aux autres secteurs de l'économie, un mouvement qui est facilité par une baisse du dollar canadien.

Cependant, les prix des matières premières hors énergie n'expliquent pas tout. Ils n'ont pas baissé de façon marquée de 1992 à 1994, et ont grimpé en 1994 et 1995 alors que le dollar canadien était stable. À compter de 1997 cependant, les prix des matières premières semblent coller d'assez près à l'évolution de la devise canadienne, mais les mouvements ne sont pas nécessairement de même ampleur.

INDICE DU PRIX DES PRODUITS DE BASE (IPPB) HORS ÉNERGIE, ET TAUX DE CHANGE
(1992=100 en droits de tirage spéciaux; cents américains)



Sources : Statistique Canada, Banque du Canada.

La croissance économique

La croissance économique est aussi un déterminant du taux de change du dollar canadien. Ainsi, toutes choses étant égales par ailleurs, le dollar canadien augmente de valeur lorsque le PIB réel canadien augmente plus vite que le PIB réel américain. En effet, une croissance canadienne plus rapide augmente le rendement espéré sur les actifs canadiens. Aussi, une croissance rapide du PIB est généralement liée à une croissance des exportations, qui contribue à stimuler la demande de dollars canadiens.

Derrière l'influence de la croissance sur le taux de change se cache un autre déterminant : la productivité. Selon un modèle mis au point par Balassa et Samuelson, il existerait un lien causal entre la

³ Les conclusions empiriques sur le lien entre le dollar canadien et les prix de l'énergie sont mitigées. Certaines analyses du MFQ suggèrent que la corrélation, à l'origine négative, soit devenue positive au fil du temps, au fur et à mesure que l'énergie a pris plus de place dans les exportations canadiennes. Mais les données sont trop peu nombreuses pour appuyer solidement cette hypothèse.

productivité et le taux de change. Plusieurs études ont cherché à isoler cet effet, avec un succès variable⁴.

Il semble que les différences de croissance de la productivité, particulièrement dans le secteur des biens échangeables, puissent expliquer une partie de l'évolution de la devise. Dans l'état actuel des connaissances, ce constat n'est toutefois pas assez solide pour qu'on puisse s'y appuyer.

Les politiques monétaire et budgétaire

Les politiques publiques ont aussi un impact sur la devise. Elles agissent en partie indirectement par leur effet sur d'autres déterminants financiers et économiques, mais aussi directement par leur impact sur l'offre et la demande de monnaie.

Ainsi, une politique monétaire restrictive fait s'apprécier le taux de change en faisant grimper les taux d'intérêt et en rendant les placements locaux plus attirants. Mais son influence dépasse cette simple question d'écart. À moyen terme, une politique monétaire restrictive fait augmenter la valeur du dollar canadien en comprimant l'offre de cette devise par rapport à ce que l'économie requiert. Une politique monétaire accommodante induit l'effet contraire.

La politique budgétaire agit aussi sur la devise de deux manières. Lorsqu'une politique expansionniste stimule efficacement l'économie et la demande de monnaie, elle pousse la croissance économique et le taux de change à la hausse. De façon plus directe, l'effet est multiplié puisque l'expansion conduit à un recours plus important à l'épargne extérieure, ce qui augmente la demande de devise locale. À l'inverse, une politique restrictive déprime la demande de monnaie et pousse la devise à la baisse en augmentant l'épargne nationale par rapport à l'investissement. Cela peut se manifester, par exemple, par un remboursement de la dette gouvernementale détenue par les étrangers.

Pendant la majeure partie de la période 1992-2003, les effets de ces deux types d'intervention économique ont concouru à faire baisser la valeur du dollar canadien par rapport au dollar américain.

Pour évaluer le degré de restriction de la politique monétaire, il faut aller plus loin que l'écart de taux d'intérêt réels : il faut qualifier cet écart avec une

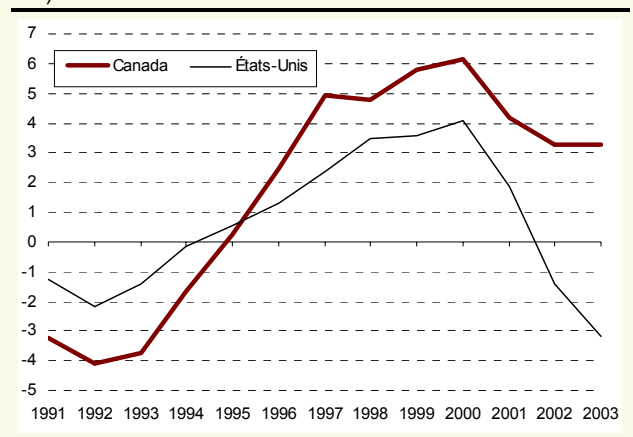
appréciation de la force ou de la faiblesse relative de l'économie.

À cette fin, on peut suivre par exemple l'évolution des indices de politique monétaire de Bernanke et Mihov⁵ pour les États-Unis et de Fung et Yuan⁶ pour le Canada. Ces indices indiquent que la politique monétaire canadienne était plus restrictive que la politique monétaire américaine en 1990. Mais de 1991 à 1997, la politique monétaire canadienne a été chaque année au moins aussi stimulatrice que la politique américaine.

Par la suite, les données de ces séries ne sont plus disponibles. Cependant, il est peu probable que la politique monétaire canadienne soit devenue plus restrictive que l'américaine avant 2001 et, surtout 2002, années qui ont marqué un retour à une politique américaine très stimulatrice. Ainsi, la politique monétaire a en général été plus expansionniste au Canada pendant la période 1992-2003.

La politique budgétaire était de son côté sensiblement plus restrictive qu'elle ne l'était aux États-Unis, surtout à compter de 1996. Les deux pays ont eu à résorber un déficit gouvernemental important dans les années 1990, mais la croissance du PIB nominal plus forte aux États-Unis a permis d'éviter les mesures d'austérité plus sévères auxquelles les gouvernements canadiens ont dû s'astreindre.

RESSERREMENT FISCAL PLUS IMPORTANT AU CANADA
(solde d'opération des administrations publiques, pourcentage du PIB)



Source : OCDE.

⁴ Par exemple LAFRANCE, Robert, et Lawrence L. Schembri, « Le taux de change, la productivité et le niveau de vie » dans la *Revue de la Banque du Canada*, hiver 1999-2000.

⁵ BERNANKE, Ben S. et Ilian Mihov, « Measuring Monetary Policy », NBER Working Paper n° W5145, juin 1995.

⁶ FUNG, Ben S. C., et Mingwei Yuan, « The Stance of Monetary Policy », document de travail de la Banque du Canada, novembre 1999.

Ainsi, le solde d'opération des administrations publiques⁷ en pourcentage du PIB, corrigé par l'OCDE des variations conjoncturelles, a augmenté beaucoup plus rapidement au Canada qu'aux États-Unis, et il est demeuré à un niveau élevé jusqu'en 2000. Cela signifie que la réduction nette de l'activité économique causée par l'action du gouvernement a été plus élevée au Canada, et ce, pendant plusieurs années.

La combinaison des deux facteurs présentés jette une certaine lumière sur la faiblesse du dollar canadien : la politique budgétaire a déprimé la demande de dollars canadiens au même moment où la Banque du Canada en augmentait l'offre. La valeur du dollar canadien a donc chuté par rapport au dollar américain, pour lequel la demande était plus grande et l'offre, plus serrée.

S'est ajouté à ce phénomène un remboursement plus important de la dette canadienne détenue par les étrangers, alors même que les investisseurs étaient découragés d'investir au Canada par les rendements plus faibles qu'aux États-Unis. Cette situation persiste jusqu'à ce jour, alors que les gouvernements américains sont retombés dans les déficits et que les gouvernements canadiens continuent, dans l'ensemble, d'afficher des surplus.

5

Conclusion

Cette analyse a permis de dégager quelques grandes tendances qui ont influencé le dollar entre 1992 et 2003.

Le rôle des écarts de taux d'intérêt ne peut être isolé avec certitude. Ces écarts demeurent néanmoins un facteur explicatif pertinent pour le moyen terme en ce qu'ils reflètent la politique monétaire, qui elle-même influence l'offre de monnaie. La politique monétaire canadienne a été plus accommodante que l'américaine jusqu'en 2001. Il y a donc eu relativement plus de dollars canadiens offerts que de dollars américains, *ceteris paribus*. La brusque appréciation de 2003 pourrait être en partie due au revirement des politiques monétaires de 2001-2002.

Des facteurs de demande jouent également. Les prix des matières premières hors énergie ont généralement suivi le dollar dans les années 1990 et ils ont

augmenté en 2003. Cela a favorisé la hausse récente du dollar.

Par ailleurs, les finances publiques canadiennes ont été plus restrictives que la politique budgétaire américaine pendant la majeure partie de la période 1992-2003 et elles continuent de l'être. Cela est positif pour la croissance et le dollar à long terme, mais entre temps c'est une force qui réduit, *ceteris paribus*, la vigueur de la demande de dollars canadiens.

Ces combinaisons de facteurs jettent une certaine lumière sur la dépréciation quasi continue de 1992 à 2002 et la remontée du dollar en 2003. Par ailleurs, il semble que la devise ait atteint des creux qui n'étaient pas justifiés par les facteurs fondamentaux que cet article mentionne, traduisant des mouvements spéculatifs ou des crises de confiance excessifs. Une partie de l'ampleur du mouvement en 2003 est ainsi attribuable à la correction de ces excès passés.

Les forces qui s'exercent sur le dollar semblent maintenant plus équilibrées. Les Bourses canadienne et américaine ont des performances comparables. Le dollar américain a perdu un peu de son rôle de valeur-refuge en cas de crise internationale. Les prix des matières premières sont élevés sans toutefois avoir atteint des niveaux records. La politique monétaire canadienne est plus restrictive que la politique américaine, mais la politique budgétaire l'est aussi : il y a donc comparativement moins d'offre de devise canadienne, mais aussi moins de demande. Étant donné l'équilibre de ces facteurs, on peut s'attendre à ce que la devise canadienne évolue plus près de sa valeur d'équilibre de long terme⁸ d'ici quelques années qu'elle ne l'a fait pendant la période 1992-2003.

Produit par la Direction de la conjoncture internationale et financière avec la contribution de Charles-Antoine Allain.

Pour plus d'information, communiquer avec Marc Sirois, directeur, au (418) 644-5734.

⁷ Le solde d'opération des administrations publiques correspond à l'excédent des revenus sur les dépenses de tous les paliers de gouvernement, excluant les charges d'intérêt nettes.

⁸ À ce sujet, le lecteur peut consulter le numéro 3 de la revue *Analyse et conjoncture économiques*, portant sur la PPA et le niveau d'équilibre de long terme de la devise.