

# PLEINS FEUX SUR LE HUARD – COMPRENDRE LA REMONTÉE DU DOLLAR CANADIEN ET SES RÉPERCUSSIONS

## Résumé

L'augmentation de quelque 20 % de la valeur du dollar canadien comparativement au dollar américain a dominé l'actualité économique l'an dernier et retiendra encore notre attention en 2004. Les effets de l'appréciation de notre monnaie l'an dernier ne se sont pas encore fait pleinement sentir. De plus, nous pouvons nous attendre à la poursuite de la volatilité au cours des prochains mois. Le présent document examine l'évolution future du dollar de même que les répercussions de cette dernière sur l'économie, le secteur des affaires, les investisseurs et sur la politique monétaire et budgétaire.

Voici les principales conclusions :

- La valeur actuelle du dollar canadien n'a rien d'extraordinaire puisqu'elle se situe à l'intérieur d'une fourchette que l'on pourrait appeler sa « juste valeur ».
- C'est plutôt la rapidité du rajustement à partir de la « sous-évaluation » des dernières années qui est à la fois spectaculaire et sans précédent.
- La théorie économique ne permet pas de tirer de conclusions précises sur ce que devrait être la valeur du dollar canadien. Selon diverses méthodes, sa « juste valeur » oscille entre 72 et 84 cents américains, mais les chiffres réels peuvent différer de cette fourchette pendant de longues périodes, sans compter que la mesure de la « juste valeur » évolue avec le temps.
- Services économiques TD prévoit que le dollar canadien terminera l'année 2004 à 79 cents américains, mais qu'il fluctuera considérablement pendant l'année à l'intérieur d'une fourchette de 74 à 82 cents américains. Cependant, dans des marchés aussi volatils, les entreprises et les investisseurs devraient prendre en compte plusieurs scénarios plutôt que de s'appuyer sur une seule prévision. Puisque les inquiétudes concernant le déséquilibre de l'épargne aux États-Unis feront baisser encore plus la valeur du dollar américain, il faut notamment envisager l'hypothèse d'une nouvelle

PRÉVISIONS DES SERVICES ÉCONOMIQUES TD PRODUIT INTÉRIEUR BRUT RÉEL EN 2004	
Croissance du PIB réel potentiel	3,0%
Poussée dûe à la croissance aux É.U.	0,8%
Poussée dûe aux prix des produits de base	0,7%
<b>Résultat net:</b>	<b>4,5%</b>
Frein dû à l'appréciation du taux de change	-2,0%
<b>Prévision de croissance:</b>	<b>2,5%</b>
Prévisions des Services Économiques TD en date de février 2004	

hausse de la valeur du dollar canadien.

- Sur une plus longue période, le renforcement du dollar canadien devrait être avantageux pour notre économie car il favorisera une plus grande accumulation du capital. Cependant, à court terme, il présente des défis. Selon les modèles économiques, la croissance réelle de la production pourrait subir une ponction de 1 à 5 points de pourcentage chacune des deux premières années d'adaptation à une hausse de 20 % du dollar canadien. Les répercussions sur la production réelle et les profits varient considérablement d'un secteur à l'autre; en effet, les exportateurs et ceux qui subissent la concurrence des importations en souffriraient, mais les importateurs en profiteraient.
- Les entreprises canadiennes n'ont pas tiré pleinement profit des divers mécanismes qui leur permettraient de maintenir leur rentabilité malgré les fluctuations de notre monnaie. De la même façon, les investisseurs canadiens ont augmenté la pondération des marchés étrangers dans leurs portefeuilles, mais ils n'ont pas accordé suffisamment d'attention aux effets des fluctuations des taux de change.

- Le raffermissement du dollar canadien a facilité l'abaissement des taux d'intérêt au Canada car cette appréciation a des effets directs et indirects qui amèneront l'inflation en deçà de la cible de 2% de la Banque du Canada.
- Le renforcement du dollar canadien a aussi compliqué la tâche du fisc en réduisant la valeur de l'assiette fiscale par suite d'une production réelle plus faible et d'un taux d'inflation inférieur. Les taux d'intérêt plus bas qu'en d'autres circonstances ne font que corriger partiellement la situation.

### Existe-t-il un plancher naturel ou une « juste valeur » du dollar canadien à long terme?

- L'éventail des cours du dollar canadien pendant les trois dernières décennies, qui est allé d'un peu au-dessus de la parité avec le dollar américain jusqu'à un creux d'à peine plus de 60 cents américains, donne du poids à une école de pensée selon laquelle la « juste valeur » du dollar est celle que fixent les marchés à un moment ou à un autre.
- Malgré cela, il existe des outils économiques permettant de déterminer si les marchés oublient quelques éléments. Il y a notamment le concept de parité de pouvoir d'achat (PPA) – soit le taux de change qui porte au même niveau le prix d'un ensemble représentatif de produits dans divers pays. Selon la PPA, la valeur du dollar canadien devrait se situer entre 80 et 85 cents américains, ce qui donne à penser que notre dollar est encore « sous-évalué ».
- Dans une recherche réalisée en 1995, l'Institut C.D. Howe appliquait au Canada le concept du taux de change d'équilibre fondamental – soit le taux de change qui permet le plein emploi et un compte courant soutenable. À cette époque, ce taux s'établissait entre 68 et 72 cents américains. Aujourd'hui, cette valeur serait sûrement plus élevée car le Canada enregistre un excédent au compte courant malgré le raffermissement du dollar.
- La Banque du Canada, de son côté, a élaboré une équation explicative du taux de change, prenant en compte principalement les écarts entre les taux d'intérêt canadien et américain à court terme et les prix des produits de base. Cette équation prévoit que le dollar

#### ANCRES POSSIBLES POUR LE DOLLAR CANADIEN

	Pas d'ancre
Approche du marché	
Écart de productivité Canada/É.U.	0,80-0,89
Écart de compensation de la m.o. Canada/É.U.	0,84
Parité des pouvoirs d'achat (PPA)	
Statistique Canada	0,83-0,85
OCDE	0,84
FMI	0,845
Équilibre Fondamental (FEER)*	0,68-0,72
Équation de la Banque du Canada	0,72
PPA Big Mac (The Economist)	0,85
PPA Latté (The Economist)	0,82

\* Tel qu'estimé par l'institut C.D. Howe en 1995.  
Serait sans doute plus élevé aujourd'hui

canadien oscillera autour de 72 cents américains.

- En un mot, les concepts économiques peuvent réduire l'éventail des fluctuations, mais pas de façon appréciable. Selon ces méthodes, la « juste valeur » du dollar canadien s'établit entre 72 et 84 cents américains. Cependant, ces outils n'ont pas obtenu de très bons résultats en ce qui concerne les prévisions de l'évolution à court terme de notre monnaie.

### Comment se comportera le dollar canadien au cours de l'année qui vient?

- Puisqu'il y a toujours deux monnaies en jeu dans un taux de change, examinons d'abord les perspectives de la devise américaine. À cause des inquiétudes des investisseurs au sujet du soi-disant « double déficit » des États-Unis, le dollar américain continuera à reculer face à la plupart des monnaies flottantes. Cependant, la pression pourrait être plutôt modeste en 2004 car les États-Unis enregistrent un des taux de croissance les plus élevés sur la planète et l'attention se tourne de plus en plus vers la Réserve fédérale, qui relèvera les taux d'intérêt. Nous prévoyons qu'en 2004 le dollar américain perdra encore 5 %, après pondération en fonction des échanges commerciaux.
- Étant donné l'excédent au compte courant, la fermeté des prix des produits de base (encore à la hausse), l'équilibre budgétaire, la faiblesse du taux d'inflation

et les bonnes caractéristiques fondamentales de l'économie du pays, le dollar canadien devrait tirer profit de la pression à la baisse qui s'exerce sur la devise américaine. Nous prévoyons que le dollar canadien terminera l'année 2004 à 79 cents américains

- Cependant, la route qui mènera à cette destination sera très tortueuse. Nous nous attendons en effet à ce que l'éventail des cours de notre monnaie pendant les 11 mois à venir oscille entre 74 et 82 cents américains. La montée au-delà de 80 cents américains devrait se produire pendant le premier semestre, avant que la Réserve fédérale commence à relever les taux d'intérêt.
- L'éventail des prévisions pour le dollar canadien est encore plus large car il s'établit de 73 à 90 cents. Par conséquent, les entreprises doivent examiner un vaste éventail de scénarios et évaluer les occasions de réduire leur vulnérabilité à l'égard des fluctuations des taux de change.

#### **Répercussions économiques du raffermissement du huard**

- Selon les modèles utilisés par des prévisionnistes du secteur privé, le ministère des Finances et la Banque du Canada, la croissance annuelle du PIB sera diminuée de 1 à 5 points de pourcentage au cours des deux premières années d'ajustement à la hausse de 20 % de la valeur du dollar canadien.
- De nombreux prévisionnistes ne prennent pas pleinement en compte les répercussions négatives annoncées par leurs modèles. Certains soutiennent que de nombreuses entreprises ont élaboré leurs plans en s'appuyant sur l'hypothèse selon laquelle le dollar ne demeurerait pas à soixante et quelques cents américains. Par conséquent, seule une partie de l'appréciation de la monnaie représenterait un coup dur à encaisser. De plus, le contenu en produits importés des exportations canadiennes s'est accru énormément depuis la dernière grande appréciation de la fin des années 1980 et bien plus d'entreprises disposent de protections « financières » et « naturelles » contre les fluctuations de notre dollar. On pourrait s'attendre à une baisse de 2 points de pourcentage de la croissance réelle du PIB en 2003 et en 2004.

- Services économiques TD prévoit que la croissance réelle du PIB au Canada en 2003 s'élèvera à 2,8 %. Dans sa plus simple expression, cette prévision correspondrait à la croissance de près de 5 % alimentée par la fermeté de l'économie américaine, les bas taux d'intérêt, et le niveau élevé des prix des produits de base, croissance de laquelle il faut retrancher 2 points de pourcentage par suite du renforcement du dollar canadien depuis le début de 2003.
- Les exportateurs dont les produits incorporent peu de contenu importé, comme ceux du secteur de la fabrication des produits forestiers, seront les plus durement touchés. Les entreprises qui doivent concurrencer les importations ressentiront aussi ce choc par suite d'une chute du prix des importations. Le coût sera plus durement ressenti pour les produits que pour les services, même si les secteurs reliés au tourisme en subiront des conséquences. La rentabilité des producteurs de produits de base sera entravée par la force du dollar, mais, pour la plupart, le raffermissement des prix des produits de base a au moins compensé cette diminution de rentabilité.
- L'Ontario et le Québec seront les plus durement touchés car leurs industries de fabrication importantes sont tournées vers l'exportation aux États-Unis. Les provinces de l'Ouest et de l'Atlantique, où l'activité économique est surtout axée sur les ressources, seront en partie protégées par la fermeté des prix des produits de base et leur dépendance moins grande à l'égard des exportations vers les États-Unis.
- En pondérant la hausse de 20 % du dollar selon la proportion des importations dans l'IPC, la hausse devrait entraîner une diminution de 4 % des prix à la consommation. Cependant, tout comme la dépréciation de la monnaie pendant les années 1990 ne s'est pas pleinement appliquée au taux d'inflation, il est peu probable que l'appréciation du dollar se fasse pleinement sentir sur l'IPC. Néanmoins, le raffermissement du dollar est un des facteurs importants qui nous amènent à penser que le taux d'inflation de référence tombera dès janvier 2004 à quelque 1,5 % et qu'il demeurera jusqu'à la fin 2005 en deçà de la cible de 2 % de la Banque du Canada.

### Que doivent faire les entreprises devant le renforcement du dollar?

- Certaines entreprises devront sabrer les coûts pour demeurer compétitives malgré le niveau actuel du dollar. Cependant, puisque la valeur du dollar est encore en deçà des estimations fondées sur la parité de pouvoir d'achat et l'écart de productivité entre le Canada et les États-Unis, les ajustements, tout compte fait, ne devront pas nécessairement être aussi draconiens. Les marges bénéficiaires diminueront quand même assez pour éliminer presque entièrement la croissance du bénéfice des entreprises en 2004.
- Les entreprises peuvent se protéger d'une partie de la volatilité des taux de change en ayant recours à des stratégies de couverture. En utilisant des contrats financiers comme les contrats à terme et les options, ils peuvent effectivement s'engager à vendre des dollars américains dans l'avenir à un taux de change prédéterminé. Dépendant de l'ampleur des revenus protégés par le contrat, les pertes de revenus d'exportation résultant de l'appréciation de la devise peuvent être couverts par les gains sur la vente de dollars américains.
- L'utilisation d'instruments de couverture est inégale dans le monde corporatif, surtout pour les petites et moyennes entreprises. Cela est peut-être dû au fait que peu anticipaient une augmentation aussi rapide de la valeur du dollar. Il se pourrait qu'il s'agisse d'un manque d'information quant aux stratégies disponibles. Peut-être interprète-t-on les activités de couverture comme une forme de spéculation plutôt que d'assurance. Néanmoins, la volatilité actuelle et future de la devise montre pourquoi la couverture de change devrait être considérée par toute entreprise exportatrice, peu importe sa taille. Il faut noter, toutefois, que couverte ou non, l'entreprise doit ultimement être concurrentielle à la valeur du dollar Canadien qui prévaut. Ce que la couverture fournit, c'est du temps pour que la compagnie puisse s'ajuster aux mouvements du taux de change

### Que doivent faire les investisseurs dans le contexte d'un dollar plus fort?

- Puisque le plafond de propriété étrangère dans les régimes enregistrés d'épargne-retraite a été relevé,

passant de 20 % à 30 %, de nombreux Canadiens ont augmenté la part de leurs portefeuilles investie à l'extérieur du Canada. Quelque 60 % du contenu étranger a été investi sur le marché américain. De nombreux investisseurs ont probablement accordé peu d'attention aux fluctuations possibles des taux de change. S'ils l'ont fait, ils ont peut-être estimé que la baisse constante du dollar canadien pendant une bonne partie des années 1990 a rendu encore beaucoup plus intéressants les placements aux États-Unis.

- Le changement subit de la valeur relative des dollars canadien et américain a sûrement porté un coup dur à de nombreux investisseurs canadiens. En effet, une bonne partie, sinon la totalité, des rendements spectaculaires enregistrés en 2003 par les marchés boursiers américains a été annulée par l'appréciation du dollar canadien.
- Les Canadiens doivent donc nécessairement tenir compte des fluctuations des taux de change au moment d'investir. L'économie américaine devancera l'économie canadienne cette année et, par conséquent, les marchés boursiers américains pourraient afficher de meilleurs rendements que les nôtres. L'anticipation d'une appréciation continue du dollar canadien pourrait aussi rendre les obligations canadiennes plus attrayantes que les obligations américaines, limitant ainsi l'augmentation des rendements cette année. Mais une baisse de 5 % de la valeur du dollar américain comparativement au dollar canadien pourrait éliminer tout gain réalisé sur les marchés boursiers.

### Quelles sont les répercussions du renforcement du huard sur la politique monétaire?

- Puisqu'un dollar canadien plus fort exerce des pressions à la baisse sur le taux d'inflation, il entraîne des taux d'intérêt inférieurs à ceux qui auraient prévalu dans d'autres circonstances.
- La Banque du Canada, comme Services économiques TD, estime qu'aux taux d'intérêt du début 2004, il y aura un écart entre la production réelle et potentielle jusqu'en 2005. Par conséquent, le taux d'inflation fondamentale sera inférieur à la cible de 2 % jusqu'à la fin de l'année prochaine. C'est pourquoi la Banque du Canada a réduit son taux de financement à un jour de 25 points de base le 20 janvier. Nous estimons que la

Banque réduira aussi son taux directeur le 2 mars.

- À partir de ce moment, la politique de la Banque du Canada sur les taux d'intérêt sera établie en fonction des prochains indicateurs de la croissance économique et de l'inflation. Si les données correspondent aux prévisions les plus récentes de la Banque du Canada – curieusement semblables à celles de Services économiques TD – nous nous attendons à ce que la Banque laisse les taux inchangés jusqu'à la fin 2004, moment auquel elle commencera progressivement à relever les taux. Par ailleurs, si la croissance semble se diriger en deçà du rythme de 3 % prévu pour le premier semestre, de 3,5 % pour le second et (ou) que les pressions en matière de désinflation semblent supérieures aux prévisions, la Banque réduira probablement ses taux de nouveau après le mois de mars. Dans ce cas, la réduction pourrait être d'une autre tranche de 50 points de base à partir de mars, ce qui fixerait le taux de financement à un jour en dessous du plancher de 2 % enregistré en 2001.
- L'évolution du dollar canadien continuera à influencer les décisions de la Banque du Canada en matière de taux d'intérêt, non parce que la Banque a une cible particulière quant à la valeur du dollar canadien, mais parce que le taux de change est un déterminant du taux d'inflation au Canada. Si l'inflation se maintient pendant une période appréciable, une hausse du dollar canadien au-delà du niveau de 80 cents américains provoquerait probablement d'autres réductions des taux après le mois de mars car cette hausse empêcherait aussi le taux d'inflation de revenir à la cible prévue par la Banque.

### Quelles sont les répercussions d'un dollar plus fort sur la politique budgétaire?

- Le gouvernement fédéral enregistre cette année sa marge budgétaire la plus mince depuis 1997-1998 et de nombreuses provinces ont de nouveau un budget déficitaire. Le dollar canadien plus fort explique en partie la situation, mais nous ne pouvons nous empêcher de rappeler que plusieurs gouvernements ont été avisés qu'ils pourraient se retrouver dans une situation délicate en cas de ralentissement économique s'ils maintenaient le rythme rapide d'augmentation de leurs dépenses.
- L'assiette fiscale de tous les gouvernements a été réduite par les effets de l'appréciation du dollar sur la production réelle et les prix. Toutes choses étant égales par ailleurs, les effets de l'appréciation du dollar sur le revenu nominal devraient entraîner une diminution de quelque 10 milliards de dollars des recettes du gouvernement fédéral et une baisse équivalente des recettes de l'ensemble des gouvernements provinciaux, tant pour 2004 que pour 2005. Encore une fois, l'Ontario et le Québec, qui regroupent le gros du secteur de la fabrication, seraient durement touchés. Bien sûr, le renforcement de l'économie américaine, la hausse des prix des marchandises, les taux d'intérêt plus bas et, surtout dans le cas du gouvernement fédéral et de l'Ontario, les profits élevés de l'industrie des services financiers, compenseraient largement ces effets négatifs.

*Don Drummond 416-982-2556  
 Marc Lévesque 416-982-2557  
 Craig Alexander 416-982-8064*