



# Conjonctures

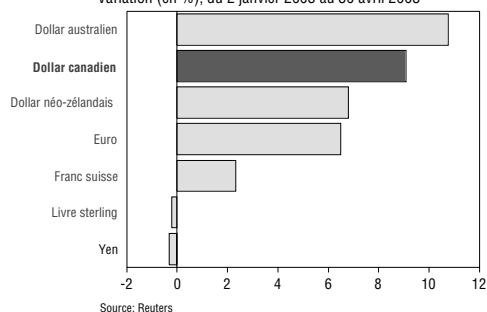
Conjonctures est une publication consacrée aux aspects de l'actualité économique intéressant RBC Groupe Financier et ses clients.

## Les avantages cachés de la hausse du dollar canadien

La montée récente du dollar canadien survient à un moment difficile pour les exportateurs du pays. Beaucoup d'entre eux se ressentent encore d'une reprise plus faible que la moyenne chez nos voisins du Sud, et le passage de la frontière paraît plus risqué qu'avant pour les produits destinés au marché américain. Le Canada tirant environ 80 % de son PIB des échanges internationaux et acheminant 85 % de ses exportations aux États-Unis, la probabilité d'une progression soutenue du dollar canadien cette année suscite des inquiétudes croissantes. Or, il ne faut pas limiter l'analyse de ce phénomène aux seules exportations. Soulignons d'abord que le dollar canadien n'évolue pas en vase clos ; sa remontée s'explique par la vigueur de l'économie nationale, les excellentes perspectives de croissance au pays et la hausse du prix des produits de base, facteurs dont profitent tous les Canadiens. Par ailleurs, l'appréciation de la devise permet aux consommateurs de payer moins cher les biens et services importés, tandis que les entreprises voient diminuer leurs coûts d'importation. Dans le présent article, nous décrivons brièvement les raisons qui nous incitent à croire que le dollar canadien continuera de s'apprécier vis-à-vis du dollar US, ainsi que l'effet favorable que pourrait avoir cette ascension sur la croissance de la productivité au Canada. Nous soulignons aussi quels secteurs sont les plus susceptibles de tirer parti de la baisse du prix des biens d'investissement importés.

Graphique 1  
**Appréciation des devises par rapport au \$US**

Variation (en %), du 2 janvier 2003 au 30 avril 2003



## Un dollar canadien solidement étayé

À l'image du dollar canadien, la plupart des grandes devises ont progressé par rapport au dollar US cette année, alors qu'une reprise plus faible que la moyenne soulève la question des déséquilibres de l'économie américaine (tableau 1). Pour soutenir le taux actuel des dépenses des entreprises, des consommateurs et du secteur public, les États-Unis doivent emprunter une part de l'épargne mondiale nette (plus de 70 %) supérieure à la proportion qu'ils représentent parmi les pays débiteurs nets (environ 60 %) (tableau 2A). Cet écart correspond précisément au déficit du solde des paiements courants, qui s'établit maintenant à 5,2 % du PIB et n'a jamais été aussi élevé en 42 ans. Une telle situation ne peut durer. La correction (que nous espérons progressive) fera diminuer la demande mondiale de biens américains, affaiblissant ainsi le dollar US.

### John Anania

Économiste principal  
(416) 974-7231  
john.anania@rbc.com

### Carl Gomez

Économiste  
(416) 974-6919  
carl.gomez@rbc.com

### Allan Seychuk

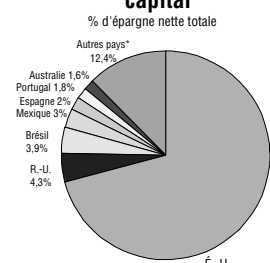
Économiste  
(416) 974-0579  
allan.seychuk@rbc.com

Les marchés des devises réagissant rapidement aux fluctuations de la confiance, le dollar US a été la première victime de la perte de confiance des investisseurs internationaux. À terme, nous devrions assister à un rajustement des dépenses correspondant à la détérioration du prix des importations par rapport à celui des exportations. Le dollar US demeurera soumis à une pression à la baisse tant que les emprunts américains sur les marchés internationaux n'auront pas été ramenés à des niveaux conformes à l'amélioration (que nous prévoyons progressive) des taux de rendement réels du capital investi aux États-Unis. La plupart des grandes monnaies devraient continuer de s'apprécier vis-à-vis du dollar américain. Par exemple, l'euro devrait remonter autour de 1,18 \$US d'ici la fin de 2004.

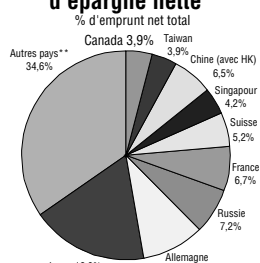
Le dollar canadien continuera de profiter de la faiblesse du dollar US, mais sera aussi soutenu par des facteurs propres au pays. La hausse des taux d'intérêt, l'amélioration des prix des produits de base, l'excédent d'épargne des secteurs public et privé (tableau 2B), ainsi que la meilleure croissance économique des pays du G7, renforceront le dollar canadien, qui devrait progresser plus rapidement que les autres monnaies pour atteindre 75,2 cents US d'ici la fin de 2004.

Graphique 2

**A - Pays importateurs de capital**



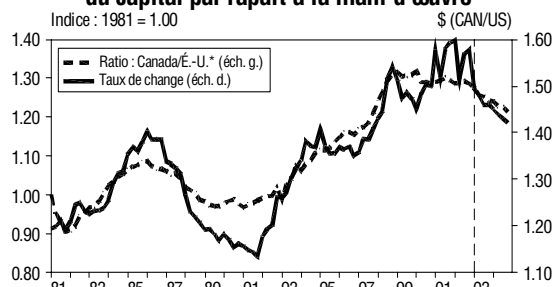
**B - Pays en position d'épargne nette**



\* Pays dont la part du déficit total est inférieure à 1,6 %  
 \*\* Pays dont la part de l'excédent total est inférieure à 2,4 %  
 Source : Estimations du personnel du FMI pour 2001

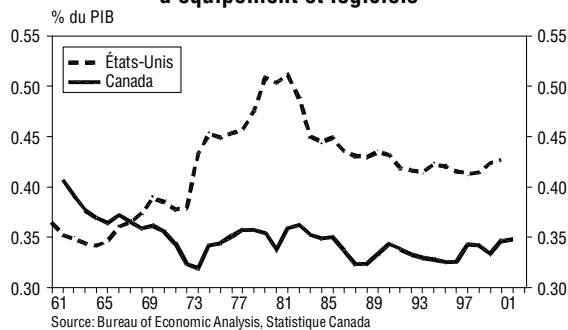
Graphique 3

**Ratio Canada/États-Unis - Coût du capital par rapport à la main-d'œuvre**



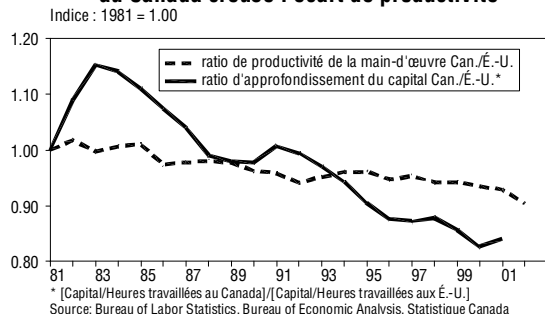
Graphique 4

**Capital en machines, biens d'équipement et logiciels**



Graphique 5

**L'approfondissement plus lent du capital au Canada creuse l'écart de productivité**



## Un encouragement à investir davantage

Les entreprises canadiennes important des États-Unis entre 70 % et 80 % de la valeur de leur équipement et de leurs logiciels, l'amélioration du taux de change Canada/US devrait les inciter à utiliser plus de capital par rapport à la main-d'œuvre dans le processus de production. En effet, le taux de change se répercute sur le coût de l'équipement et des logiciels importés par rapport à la main-d'œuvre. Par exemple, le tableau 3 montre qu'entre 1981 et la fin de 2002, le coût du capital par rapport à la main-d'œuvre au Canada s'est élevé à 28,6 % au-dessus de celui des États-Unis. Cette hausse des coûts relatifs reflète une dépréciation de 24,3 % de la valeur du dollar canadien durant la même période. Le coût du capital a incité les entreprises canadiennes à utiliser moins de capital par rapport à la main-d'œuvre que les entreprises américaines dans le processus de production. L'écart entre les niveaux de machinerie, d'équipement et de logiciels utilisés par rapport au PIB au Canada et aux États-Unis s'est considérablement creusé au début des années 1970 et demeure important depuis lors. D'aucuns attribuent en partie l'émergence de cet écart à la baisse constante du dollar canadien par rapport au dollar US depuis le début des années 1970 (tableau 4).<sup>1</sup> Ces deux devises étaient alors à parité.

Bien que l'existence d'une relation entre le taux de change Canada/US et les investissements des entreprises paraisse évidente, du moins en théorie, on constate avec étonnement que la recherche inductive visant à établir le lien de causalité entre ces deux variables n'a pas encore donné de résultats concluants.<sup>2</sup>

## Des investissements accrus pour une productivité plus forte

Le fait que la croissance de la productivité ait été plus lente au Canada qu'aux États-Unis (tableau 5) serait attribuable en partie à la moindre utilisation du capital dans le processus de production au Canada. Une baisse du prix relatif du capital découlant de l'appréciation soutenue du dollar canadien devrait donc stimuler la productivité, puisqu'à la longue, les entreprises canadiennes utiliseront davantage de capital par rapport à la main-d'œuvre. Ainsi, toute incidence négative de la hausse du dollar canadien sur la compétitivité des exportations canadiennes serait progressivement compensée, au moins en partie, par une hausse de la productivité qui contribuera à réduire les coûts unitaires de main-d'œuvre.

## Un cercle vertueux

Les entreprises misant sur la croissance de la productivité pour compenser les effets de l'appréciation du dollar canadien, la monnaie s'en trouvera renforcée. Un cercle vertueux pourrait se former alors que les nouveaux gains de la devise feront baisser davantage les coûts relatifs du capital, incitant les entreprises à investir encore plus pour hausser la productivité, ce qui soutiendrait le dollar canadien. À plus long terme, un tel cercle vertueux entraînerait une hausse du niveau de vie au Canada, à mesure que les facteurs de production progresseront en quantité et en qualité par rapport à la population.

## Les secteurs ayant le plus à gagner

Les entreprises exportatrices qui importent des biens d'investissement des États-Unis finiront par compenser en partie les perturbations à court terme provoquées par l'appréciation de la monnaie et ses effets possibles sur leurs bénéfices. En effet, toutes les entreprises qui importent des biens d'équipement tireront profit de cette appréciation, et ce, d'autant plus qu'elles utilisent davantage de capital dans leur processus de production. Les tableaux 6 et 7

classent les secteurs selon l'intensité de leurs investissements ; l'intensité correspond ici au rapport entre les dépenses qu'un secteur consacre à la machinerie, à l'équipement et aux logiciels aux fins d'investissement et la valeur ajoutée de ce secteur, selon un tableau entrées-sorties.

Dans le domaine manufacturier, les résultats correspondent dans une large mesure aux attentes. Les secteurs des ressources naturelles à fort coefficient de capital, comme les métaux de première fusion, le pétrole et le gaz, les produits chimiques et le papier, avoisinent le sommet du classement. Hors du domaine manufacturier, certains cas étonnent. Des secteurs dont les dépenses en biens d'investissement ne sont pas nécessairement très élevées, mais importantes par rapport à la valeur ajoutée, côtoient les secteurs à fort coefficient de capital en tête de liste. L'éducation en est un bon exemple. Les dépenses annuelles que les établissements d'enseignement consacrent aux ordinateurs, aux produits technologiques et au matériel de laboratoire ne sont pas aussi élevées que les investissements en capital d'autres secteurs, mais sont importantes par rapport à la valeur ajoutée quantifiable du secteur de l'éducation (essentiellement les salaires du personnel enseignant puisqu'il est difficile de quantifier la valeur des connaissances acquises par les étudiants). Les secteurs de l'agriculture et des transports se trouvent dans la même situation : le coût de l'équipement (véhicules, machinerie agricole) est élevé par rapport à la valeur ajoutée de l'activité. Il ne s'agit pas de sous-estimer ces résultats - le prix des biens d'équipement peut jouer un rôle clé dans la rentabilité de ces secteurs. Les entreprises de crédit-bail s'approchent aussi du sommet ; elles sont d'importants acheteurs de biens d'investissement, qu'il s'agisse de biens d'équipement loués à des entreprises manufacturières ou de parcs de voitures de société ou de location. À l'inverse, le secteur de l'extraction du pétrole et du gaz, caractérisé par un très fort coefficient de capital, se voit attribuer une intensité moyenne en raison de sa grande valeur ajoutée. Les secteurs qui bénéficieront peu de la montée du dollar se situent au bas de l'échelle. Ainsi, les services, les ventes au détail et la fabrication de vêtements ont un coefficient en capital moins fort et n'exigent pas des dépenses d'investissement continues.

Deux prolongements de cette analyse permettront de mieux distinguer les secteurs les plus susceptibles de profiter de la hausse du dollar de ceux qui en bénéficieront moins. On saura plus précisément dans quelle mesure un secteur subit l'influence des fluctuations du taux de change en calculant la proportion de ses investissements en capital qui est importée des États-Unis et en déterminant si ses ventes sont comptabilisées en dollars canadiens ou US.

## Notes

<sup>1</sup> Le coût direct des dépenses en capital n'est qu'un des facteurs qui influencent les décisions d'investissement des entreprises. Le coût des fonds et le rendement attendu jouent aussi un rôle déterminant à cet égard. Dans le présent article, nous nous concentrons sur un seul facteur, évidemment important - le coût d'achat absolu des biens d'investissement.

<sup>2</sup> La recherche inductive de la Banque du Canada n'a pas réussi à établir de lien de causalité entre la fluctuation ou le désalignement du taux de change réel à court terme et les investissements des entreprises au Canada. Bien qu'un tel lien ait été constaté entre le taux de change réel et les investissements des entreprises, il n'a pas résisté à la variation de la spécification du modèle. D'autres chercheurs ont trouvé un lien de causalité à long terme entre le taux de change réel et les investissements des entreprises. Valable en théorie, le lien de causalité entre le taux de change et les investissements des entreprises reste à prouver empiriquement, de façon irréfutable.

## Références

Harris, R.G. 2000. " Le taux de change peut-il influencer sur la productivité ? ", Actes du colloque " Les taux de change flottants, une nouvelle analyse " tenu à la Banque du Canada en novembre 2000, pp. 277 à 313. Ottawa, Banque du Canada.

Fonds monétaire international, 2002. Global Financial Stability Report, Market Developments and Issues. Washington, FMI

Lafrance, R. et L.L. Schembri. 1999-2000. " Le taux de change, la productivité et le niveau de vie ", Revue de la Banque du Canada (hiver), pp. 17 à 28.

Lafrance, R. et David Tessier. 2000. " La variabilité du taux de change et l'investissement au Canada ", Actes du colloque " Les taux de change flottants, une nouvelle analyse " tenu à la Banque du Canada en novembre 2000, pp. 239 à 275. Ottawa, Banque du Canada.

Oliner, S.D. and D.E. Sichel. 2002. " Information Technology and Productivity: Where Are We Now and Where Are We Going. " Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review (troisième trimestre) : pages 15 à 44.

