

Monnaie unique avec les États-Unis Le jeu n'en vaut pas la chandelle

Le retour du dollar canadien au-dessus de la parité avec le dollar américain a ravivé l'idée d'une union monétaire avec les deux autres partenaires de l'ALENA (Accord de libre-échange nord-américain). Selon les partisans d'une monnaie unique, la grande volatilité du huard a des effets très négatifs sur l'économie canadienne.

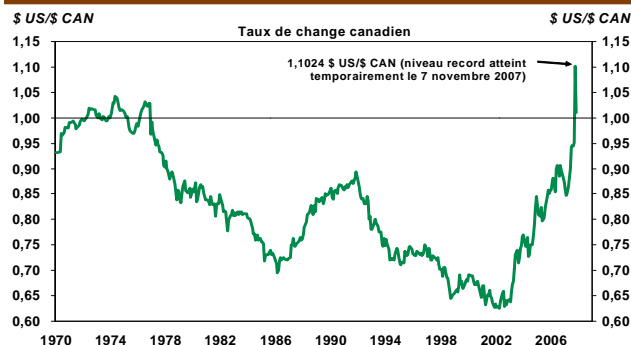
La forte appréciation de notre devise depuis 2002 s'explique toutefois par plusieurs changements fondamentaux qui ont affecté différemment le Canada et les États-Unis. On pense surtout à l'évolution contrastée des finances publiques, à la poussée des prix des matières premières et à la faiblesse généralisée du billet vert. Pour l'essentiel, le huard semble avoir bien joué son rôle en aidant à amortir les effets des grands bouleversements qui ont touché l'économie canadienne. Sans l'appréciation de notre devise, la Banque du Canada aurait dû augmenter fortement les taux d'intérêt pour empêcher une spirale inflationniste. Cela aussi aurait entraîné des ajustements douloureux pour les entreprises et les ménages canadiens.

La très bonne performance de l'économie canadienne depuis l'adoption de la cible d'inflation, laquelle exige une monnaie flottante, nous porte à croire que les variations du huard n'ont pas des conséquences aussi négatives que le disent les partisans d'une monnaie unique. Le Canada a la chance de posséder un régime monétaire cohérent qui a fait ses preuves. Rien ne justifie actuellement un changement aussi draconien que l'abandon du huard et de la cible d'inflation. De plus, l'Amérique du Nord, dominée par les États-Unis, se prêterait très mal à une union monétaire calquée sur le modèle de la zone euro.

Le retour récent du dollar canadien à parité avec la devise américaine, une première en 30 ans (graphique 1), a ramené sur la place publique l'idée d'une monnaie unique nord-américaine ou même continentale. Il est normal d'envisager cette option puisque nous vivons une ère de globalisation économique où les frontières semblent s'effacer. Rappelons que le débat avait déjà fait rage au tournant du siècle à la suite du lancement de l'euro et de l'atteinte d'un creux du huard.

Il est certain que la poussée spectaculaire du dollar canadien depuis quelques années et le niveau de 1,10 \$ US atteint récemment ont de quoi faire réfléchir. Même la Banque du Canada (BdC) reconnaît que certains mouvements de la

Graphique 1 – Le dollar canadien est plus fort que jamais par rapport à la devise américaine



Sources : Global Financial Data, Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste

Martin Lefebvre
Économiste senior

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

devise laissent perplexes. Paul Jenkins, le premier sous-gouverneur de la BdC, a ainsi récemment déclaré que « l'ampleur de l'appréciation récente semble plus forte que ce que l'évolution passée aurait pu laisser entrevoir ». De plus, d'un point de vue pratique, il est vrai que l'adoption du dollar américain pourrait se faire plus facilement aujourd'hui. L'ajustement des prix des actifs serait simplifié par le fait que la valeur du huard est déjà très proche de celle du billet vert. Cependant, la politique monétaire est un des principaux piliers sur lesquels repose la stabilité d'une économie moderne comme celle du Canada. Avant de faire un changement draconien, il faut bien peser les répercussions. Une monnaie unique implique, entre autres, que la BdC abandonne sa fourchette et sa cible d'inflation. De plus, contrairement au libre-échange, une union monétaire n'est pas un jeu à somme positive. Tout dépend de la situation et rien n'assure qu'un pays bénéficiera de l'adoption d'une monnaie commune. Après avoir résumé les principaux enjeux du débat, il sera démontré qu'un changement majeur à notre régime monétaire ne paraît pas justifié en ce moment.

TAUX DE CHANGE FIXE, DOLLARISATION, UNION MONÉTAIRE...

Il existe plusieurs façons pour le Canada d'éliminer les fluctuations de notre devise avec le dollar américain. D'abord, le gouvernement canadien pourrait simplement déclarer qu'à partir d'une date la valeur du huard sera fixée à 1 \$ US, ou à un autre taux, de façon définitive. Il demanderait ensuite à la BdC ou à un conseil monétaire (*currency board*) d'intervenir sur le marché pour s'assurer que ce taux de change est maintenu. Pour soutenir la devise, la BdC devrait souvent modifier ses taux directeurs. L'expérience montre qu'un tel régime n'est pas nécessairement durable. Dans certains cas, les interventions nécessaires pour soutenir la devise peuvent devenir très coûteuses et même insoutenables pour les autorités monétaires. Le régime de change fixe risque alors de s'effondrer et d'entraîner d'importantes perturbations économiques, comme cela a été le cas en Argentine au début de la décennie. Ce type de régime de change fixe n'est donc pas très attrayant pour le Canada qui possède déjà un cadre monétaire qui fonctionne bien.

Si le Canada décidait de fixer sa monnaie, il devrait choisir une solution plus définitive. Une option serait de remplacer le huard par le dollar américain, ce qui est parfois appelé une dollarisation. Cela pourrait se faire de façon officielle, à la suite d'un décret gouvernemental, ou *de facto* si les agents économiques canadiens commençaient à utiliser de plus en plus le billet vert de leur propre initiative. La dollarisation ne demandant pas l'accord des Américains, il pourrait s'agir d'une décision unilatérale du Canada. Certains petits pays sont ainsi déjà dollarisés (Équateur, Panama, etc.).

Une autre option serait de négocier une union monétaire plus ou moins complexe avec les États-Unis et peut-être d'autres pays. Dans ce cas aussi, le dollar canadien serait éliminé et remplacé par le dollar américain ou une nouvelle devise. Une union monétaire procurerait quelques avantages supplémentaires, mais demanderait de longues et complexes négociations. Contrairement à une dollarisation, une union monétaire pourrait ainsi permettre au Canada de continuer à toucher des revenus de seigneurage (les revenus liés à la production d'une monnaie) en fonction, par exemple, de son poids économique. On évalue que la production des billets et des pièces de monnaie procure environ deux milliards de dollars par année au gouvernement canadien. Étant donné la réalité nord-américaine dominée par l'économie des États-Unis, il nous semble que, pour l'essentiel, une union monétaire nord-américaine risquerait de ressembler beaucoup à une dollarisation. La politique monétaire serait contrôlée par Washington, et le Canada ne posséderait qu'une influence très limitée.

POURQUOI VOULOIR UNE MONNAIE UNIQUE?

Certains arguments en faveur d'une monnaie unique nord-américaine sont indéniables. Étant donné la grande intégration des économies canadiennes et américaines, il serait certainement pratique pour les entreprises et les consommateurs de toujours utiliser la même devise. Il y a quelques années, les coûts annuels liés aux transactions \$ US/\$ CAN étaient évalués à 2,9 G\$¹. L'élimination du risque de change et des coûts engagés pour se prémunir contre les variations du dollar faciliterait aussi la vie des entreprises canadiennes. Bien que non négligeables, ces économies ne sont certainement pas suffisantes pour justifier l'abandon de notre régime flottant avec cible d'inflation. Il serait irresponsable de remettre en cause la stabilité macroéconomique de notre économie seulement pour économiser quelques milliards de dollars en frais de transactions.

Les partisans de la monnaie unique s'appuient surtout sur un autre argument plus convaincant mais beaucoup plus difficile à quantifier. À leur avis, la grande volatilité du huard a des effets très négatifs sur l'économie canadienne, qui ne peuvent plus être tolérés. Lorsque le dollar était aux environs de 0,65 \$ US, on l'accusait de rendre nos entreprises paresseuses et peu productives. Aujourd'hui qu'il dépasse la parité, on lui reproche de miner la compétitivité internationale de nos exportateurs et de mettre en péril des secteurs importants de notre économie. Certains avancent aussi que la volatilité de notre devise décourage

¹ William B. P. ROBSON et David LAIDLER, « No Small Change: The Awkward Economics and Politics of North American Monetary Integration », Institut C.D. Howe, 2002.

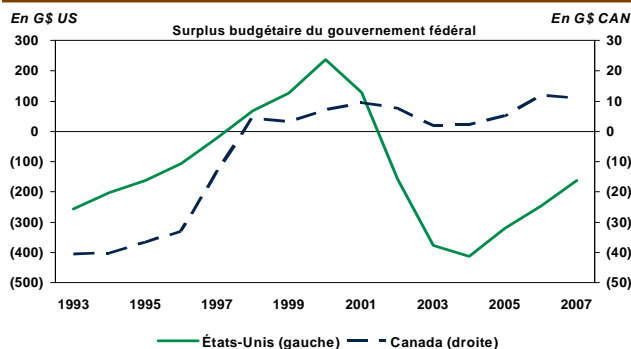
l'investissement étranger. Ces arguments doivent être étudiés de près. Il est certain que la valeur du dollar canadien a beaucoup et rapidement fluctué au cours des dernières années, passant de 0,62 \$ US au début des années 2000 à 1,10 \$ US récemment. De telles variations de notre devise ont certainement des effets importants sur l'économie canadienne. Si ces mouvements du dollar étaient complètement injustifiés, par exemple s'ils résultaient seulement de spéculations, il est vrai qu'ils pourraient causer de grands torts à notre économie et peut-être même justifier l'adoption d'une monnaie unique.

RAISONS ET CONSÉQUENCES DE LA VOLATILITÉ DU DOLLAR CANADIEN

Par définition, dans un régime de change flottant, il est normal que le taux de change d'une devise ne soit pas constant. Il faut comprendre que, peu importe le régime monétaire, s'il y a des chocs économiques qui touchent différemment deux économies (des chocs asymétriques), les prix relatifs entre les deux économies devront s'ajuster pour refléter la nouvelle réalité. Par exemple, pour rétablir sa compétitivité à la suite du lancement de l'euro, l'Allemagne a connu plusieurs années de faible croissance économique, ce qui a freiné la progression des salaires et des prix. Dans un régime flottant, une partie de l'ajustement se fait par l'entremise du taux de change, ce qui permet d'amortir l'effet des chocs asymétriques. Comme les prix et les salaires ont tendance à s'ajuster moins rapidement que les taux de change, certains auteurs jugent qu'un taux de change flottant est préférable puisqu'il permet une transition plus rapide et moins douloureuse².

À notre avis, la forte appréciation du huard au cours des dernières années est justifiée en bonne partie par plusieurs changements fondamentaux. En premier lieu, l'évolution des finances publiques a été très contrastée des deux côtés de la

Graphique 2 – Contrairement au Canada, la situation budgétaire s'est fortement dégradée aux États-Unis



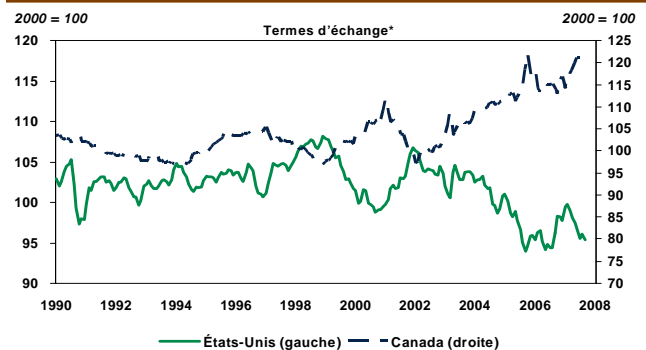
Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

² John MURRAY, « Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate », document de travail de la Banque du Canada, 1999.

frontière. Le gouvernement canadien, qui semblait se diriger vers la faillite dans les années 90, nage aujourd'hui dans les surplus, alors que la guerre au terrorisme et les importantes baisses d'impôts ont fortement dégradé la situation aux États-Unis (graphique 2). Les effets positifs de l'assainissement des finances publiques sur l'économie canadienne en général et sur le huard font ressortir l'importance pour les gouvernements de choisir de bonnes politiques. Si les différents paliers de gouvernement continuent de gérer le Canada de façon responsable, en évitant de renouer avec les déficits budgétaires, cela aura l'avantage supplémentaire de ne pas déstabiliser notre devise.

De plus, l'envolée des prix des produits de base a fortement profité au Canada et désavantagé les États-Unis. Cela vient du fait que la structure industrielle des deux pays est différente. En particulier, le Canada est un important exportateur de matières premières, alors que notre voisin du sud est un importateur net. L'exploitation des sables bitumineux en Alberta a encore amplifié cette différence. L'évolution des termes de l'échange (prix des exportations/prix des importations) au cours des dernières années montre bien la réaction contrastée des deux économies (graphique 3). Il est

Graphique 3 – Les termes de l'échange du Canada et des États-Unis ont évolué inversement

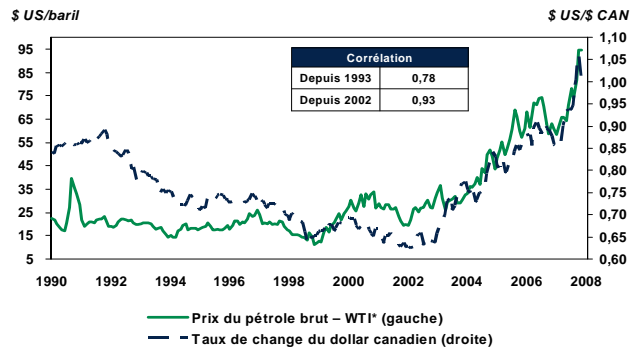


* Ratio des prix à l'exportation sur les prix à l'importation.
Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

tout à fait normal que la monnaie des pays producteurs de ressources, comme le Canada et l'Australie, s'apprécie par rapport aux autres lorsque les prix des produits de base augmentent (graphique 4). C'est l'inverse qui s'était produit en 1997 : la crise asiatique avait fait chuter les prix des produits de base et la valeur du dollar canadien. Finalement, il faut noter que plusieurs facteurs, dont le gonflement du déficit commercial américain, ont entraîné une correction généralisée du billet vert depuis quelques années (graphique 5). Il est normal que cette dépréciation ait aussi profité au dollar canadien.

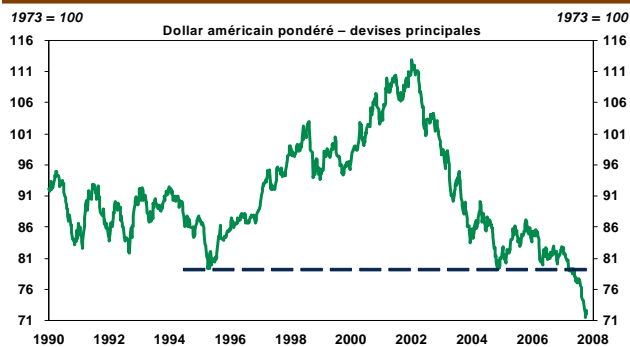
À notre avis, le dollar canadien a bien joué son rôle d'amortisseur pour l'économie canadienne. Essayons seulement d'imaginer ce qui se serait passé si le dollar avait

Graphique 4 – La vitalité du huard reflète les niveaux élevés des prix du pétrole



* West Texas Intermediate.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – L'indice du dollar américain est tombé à un creux historique



Sources : Federal Reserve Board, Datastream et Desjardins, Études économiques

été très stable, aux environs de 0,70 \$ US, au cours des cinq dernières années. Initialement, la poussée des prix des matières premières aurait entraîné une flambée encore plus forte des économies de l'Ouest canadien, puisque les investisseurs internationaux auraient pu investir à moindre coût dans le développement des sables bitumineux. Les économies des autres provinces auraient aussi progressé plus rapidement, puisque les exportations vers les États-Unis n'auraient pas été freinées. Cependant, cette activité économique effrénée aurait rapidement entraîné des pressions inflationnistes, et la Bdc aurait dû augmenter ses taux directeurs de plusieurs points de pourcentage pour tenter de ralentir l'économie. Au mieux, nous nous serions retrouvé aujourd'hui dans une situation semblable alors que les taux d'intérêt très élevés auraient fait mal aux entreprises canadiennes et freiné suffisamment l'économie. Au pire, l'inflation se serait emballée, ce qui aurait entraîné une surchauffe, suivie d'une récession. Notons que si nous avions déjà adopté une monnaie unique au début de la décennie, nous n'aurions même pas pu augmenter les taux d'intérêt, et les risques de surchauffe auraient été encore plus grands.

Bien que la tendance générale du dollar nous semble justifiée, nous n'affirmons pas que tous les mouvements de la devise s'expliquent parfaitement. La volatilité du dollar a été parfois excessive, entre autres quand le dollar a bondi à 1,10 \$ US. Comme dans les autres marchés financiers, la spéculation est présente sur les marchés des changes et cela tend à amplifier la volatilité et les mouvements directionnels des devises (le phénomène de l'*overshooting*). Cette réalité fait partie des désavantages d'une monnaie flottante et peut causer des désagréments importants, surtout aux entreprises exportatrices. De plus, comme les taux d'intérêt, une devise flottante est un instrument qui affecte tous les secteurs de l'économie et qui peut parfois sembler imprécis et injuste. Cependant, dans une économie moderne et libre, seul ce type d'instrument est vraiment efficace et acceptable. Sans nier les quelques désagréments d'un taux de change flottant, il s'agit d'un prix acceptable s'il permet la mise en place d'un régime monétaire qui contribue de façon significative à la stabilité et au succès de notre économie.

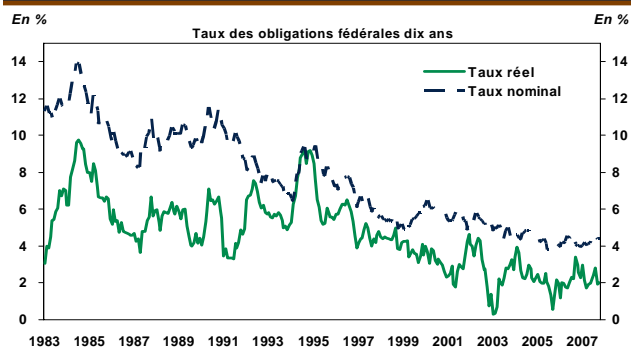
POURQUOI CHANGER UN SYSTÈME QUI MARCHE?

Il serait injuste de juger notre régime monétaire en regardant seulement l'évolution du huard. Le but de la politique monétaire n'est pas la stabilité du huard mais plutôt « de contribuer au mieux-être des Canadiens en favorisant une croissance économique soutenue, la progression de l'emploi et l'amélioration du niveau de vie³ ». La science économique moderne a conclu que la meilleure chose à faire pour atteindre ce but est de s'assurer que l'inflation demeure basse, stable et prévisible. C'est pour cette raison qu'au début des années 90 la Bdc a adopté comme seul objectif le maintien de l'inflation à 2 %, soit au milieu d'une fourchette allant de 1 % à 3 %. Une telle cible d'inflation requiert un régime de change flottant.

Depuis la mise en place crédible de la cible d'inflation, la performance de l'économie canadienne a été très bonne. L'inflation est demeurée sous contrôle, sans que la Bdc n'augmente ses taux à des niveaux très contraignants (graphique 6), et l'économie a enregistré une forte croissance. Cela a permis au taux de chômage de chuter à un creux historique, et ce, même au Québec (graphique 7). Fait à noter, l'économie canadienne n'a pas connu de récession depuis plus de 15 ans malgré toutes les transformations de l'économie mondiale, l'éclatement de bulles spéculatives et les fortes variations du huard. Le mérite ne revient pas seulement à la Bdc; les gouvernements provinciaux et fédéraux ont aussi opté pour de meilleures politiques publiques et, comme dans toute chose, la chance a certainement joué un rôle dans l'excellente performance canadienne. Cependant, force est

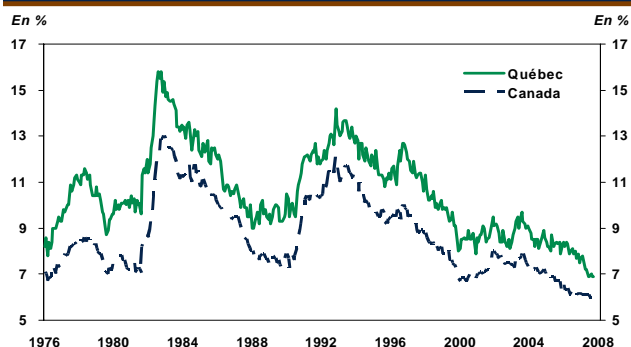
³ www.banqueducanada.ca.

Graphique 6 – Les taux d'intérêt nominaux et réels ont été très faibles au Canada au cours des dernières années



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Le taux de chômage est à son plus bas niveau en 30 ans



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

de constater que le régime monétaire actuel a donné de très bons résultats depuis l'adoption des cibles d'inflation. Les conséquences dévastatrices des variations du huard, dont parlent les partisans de la monnaie unique, sont très difficiles à percevoir quand on regarde la performance de l'économie canadienne dans son ensemble.

Le principal reproche que l'on peut faire à l'économie canadienne est que la croissance de la productivité a été moins rapide qu'aux États-Unis au cours des dernières années. Est-ce la faute du dollar flottant? Rien n'est moins sûr. La question de la productivité est très complexe et, bien que plusieurs études aient été réalisées sur ce sujet, il n'existe pas de réponse définitive. Certains auteurs ont cependant démontré que la croissance plus faible de la productivité canadienne est seulement concentrée dans quelques secteurs, ce qui tend à indiquer que le problème ne vient pas de la devise qui, elle, affecte l'ensemble de l'économie⁴. À notre avis, l'amélioration de la productivité canadienne ne passe

pas par une monnaie unique mais, entre autres, par des politiques gouvernementales favorisant la flexibilité, la compétitivité, une éducation accessible et de qualité, le goût de l'innovation et un régime fiscal qui encourage la réussite et la prise de risques.

On reproche aussi au régime monétaire canadien de causer des disparités régionales importantes. Actuellement, les économies des provinces de l'Ouest roulent à plein régime, alors que le Québec et l'Ontario connaissent des difficultés. Ces disparités régionales proviennent des différences structurelles qui existent à l'intérieur du Canada. Ainsi, selon la théorie économique, le Canada n'est pas une zone monétaire optimale étant donné les importantes différences est-ouest qui entraînent des chocs asymétriques. Une union monétaire ne réglerait pas ce problème puisque l'Amérique du Nord n'est pas non plus une zone monétaire optimale. L'avantage du système actuel est que le Canada possède plusieurs mécanismes pour adoucir l'effet des chocs asymétriques. Ainsi, la forte croissance dans l'Ouest du pays gonfle les revenus des gouvernements des autres provinces par l'entremise de la péréquation et des transferts fédéraux. Cela permet aux administrations provinciales d'utiliser les politiques fiscales pour amortir les chocs négatifs. Notons que si nous n'avions pas accumulé des dettes provinciales importantes, il serait beaucoup plus facile pour les gouvernements provinciaux d'utiliser les outils fiscaux afin de soutenir les secteurs en difficulté. Reproduire de tels mécanismes de transferts fiscaux à l'intérieur d'une union monétaire nord-américaine serait un défi de taille. De plus, la libre circulation de la main-d'œuvre au Canada permet aux travailleurs du reste du pays d'aller s'établir dans l'Ouest.

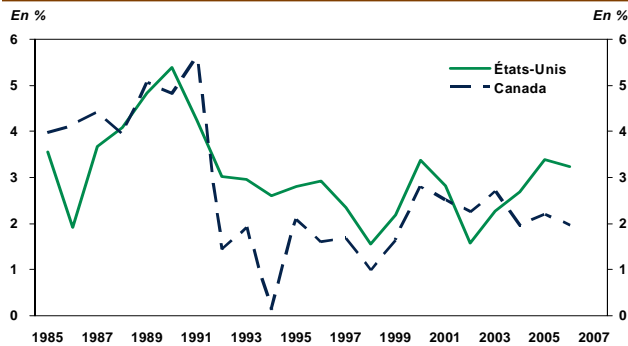
L'UNION MONÉTAIRE POURRAIT-ELLE DEVENIR ATTRAYANTE DANS L'AVENIR?

À notre avis, le régime monétaire actuel convient très bien à l'économie canadienne. Nous avons la chance de posséder un régime monétaire crédible et cohérent qui a fait ses preuves. La BdC possède un objectif unique, le contrôle de l'inflation, qu'elle poursuit à l'aide d'un instrument unique, le taux directeur. Il s'agit d'une recette simple et gagnante. Cependant, les choses changent avec le temps et il n'est pas impossible qu'une monnaie unique devienne un jour une option plus intéressante.

En premier lieu, si les autorités monétaires canadiennes venaient à perdre leur crédibilité et n'étaient plus capables de contrôler adéquatement l'inflation, il pourrait devenir souhaitable d'adopter une monnaie unique pour profiter de la crédibilité de la Réserve fédérale américaine (Fed). C'est souvent ce genre de situation qui a incité les pays à fixer leur devise ou à se dollariser pour reprendre le contrôle de l'inflation et mettre fin à une période de chaos. Cependant,

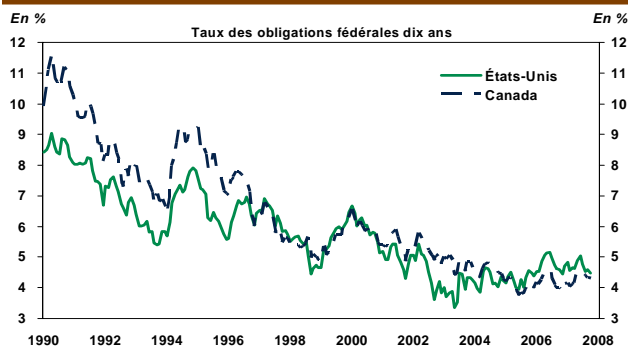
⁴ David LAIDLER et Shay ABA, « Productivity and the Dollar: Commodities and the Exchange Rate Connexion », Institut C.D. Howe, 2002.

Graphique 8 – L'inflation canadienne a été inférieure à celle des États-Unis au cours des dernières années...



Sources : Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – ... ce qui a fait descendre nos taux obligataires sous les taux américains



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

cette situation est assez difficile à imaginer puisque la performance de la BdC dans la lutte à l'inflation a été au moins aussi bonne que celle de la Fed au cours des dernières années (graphique 8). Cela a eu un effet spectaculaire sur les taux d'intérêt canadiens qui sont descendus sous les taux américains après avoir été significativement au-dessus dans les années 90 (graphique 9).

De manière plus réaliste, il n'est pas impossible qu'à long terme les économies américaines et canadiennes convergent de plus en plus et finissent par avoir des structures industrielles semblables. Dans ce cas, les chocs asymétriques deviendraient moins nombreux, ce qui ferait baisser l'utilité du rôle d'amortisseur de notre devise. L'option d'une monnaie unique deviendrait alors plus attrayante, mais, avant d'en arriver là, il faudrait créer un véritable marché commun nord-américain où, à l'instar du marché des capitaux, la liberté de mouvement des biens et de la main-d'œuvre serait totale. Idéalement, il faudrait même mettre en place un système de transferts fiscaux, à l'image de la péréquation canadienne. Comme en Europe, la monnaie unique nord-américaine devrait donc être la dernière étape d'un long processus d'intégration. En comparaison de la zone euro, l'Amérique du Nord, avec

son accord de libre-échange, n'est encore qu'aux premiers balbutiements d'un véritable marché commun. Étant donné les problèmes importants d'immigration, légale et illégale, entre les États-Unis et le Mexique, il serait très difficile d'inclure le Mexique dans ce projet. Une union monétaire ne se bâtit pas en érigeant des clôtures le long des frontières.

Avec ou sans le Mexique, une union monétaire nord-américaine devra cependant toujours vivre avec le handicap d'être dominée par les États-Unis, dont l'économie est environ onze fois plus importante que celle du Canada. Cela demanderait une grande humilité et peut-être une perte d'autonomie de la part des autres participants. L'union monétaire européenne repose sur une banque centrale où chaque pays est représenté également. Dans une union avec les États-Unis, le Canada pourrait probablement devenir le treizième district de la Fed. Le rapport de force inexistant en Amérique du Nord est un des principaux obstacles à la réalisation d'une union monétaire calquée sur le modèle de l'euro.

Finalement, concluons avec un mot sur l'améro, soit une monnaie unique pour l'ensemble des trois Amériques. Cet arrangement aurait l'avantage de réduire la dominance des États-Unis. Ce projet paraît toutefois totalement irréalisable avant des dizaines d'années étant donné le contexte économique et politique. Les économies émergentes des pays du centre et du sud des Amériques sont beaucoup trop différentes des riches économies développées des États-Unis et du Canada. De plus, il est difficile d'imaginer les pays d'Amérique du Sud accepter une union monétaire, alors que la tendance actuelle est plutôt d'élire des gouvernements socialistes hostiles aux États-Unis. À l'image de ce qui s'est passé en Europe, où une des motivations initiales de l'union économique était de mettre fin aux terribles guerres qui ravageaient le continent, seules des motivations politiques pourraient permettre à un tel projet de se réaliser. Ce pourrait être le cas si les États-Unis avaient l'impression de devenir une puissance économique et politique de plus en plus marginale et étaient prêts à faire de grands sacrifices pour convaincre les autres pays des Amériques d'adopter une monnaie unique.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou

Économiste