

L'internationalisation des PME québécoises : les enjeux liés au taux de change

Lorsqu'un entrepreneur est actif à l'international, son entreprise se trouve exposée au risque de change. Ce risque est considéré comme un important obstacle à l'expansion des exportations, d'autant plus que les taux de change sont plus volatils depuis quelques années. Or, les perspectives de croissance étant limitées au Québec et au Canada, les entreprises québécoises devront se tourner vers les marchés extérieurs pour prendre de l'expansion. Il existe des instruments de couverture pour atténuer l'effet des fluctuations à court et à moyen terme des taux de change sur les entreprises. Pour se prémunir contre les mouvements à plus long terme, elles peuvent améliorer leur productivité et s'intégrer à des chaînes de valeur mondiales. La diversification des marchés à l'exportation est cruciale pour les entreprises québécoises. Les accords de libre-échange conclus par le Canada favorisent cette diversification. Pour en optimiser les bénéfices, les entreprises doivent cependant intégrer la gestion du risque de change à leur stratégie de développement.

Au cours des dernières décennies, les pays émergents et en développement sont devenus des joueurs très actifs sur la scène internationale. Bénéficiant de coûts de production significativement plus faibles que ceux des économies avancées, ils se sont avérés de sérieux concurrents pour ces dernières.

Plusieurs entreprises québécoises n'ont pas survécu à cette nouvelle concurrence ou ont décidé de délaisser le marché mondial au profit du marché canadien. Le nombre d'établissements qui exportent à l'international a diminué¹. Or, les perspectives de croissance risquent d'être limitées au Québec et au Canada dans les prochaines années en raison de l'évolution de la démographie et de certains facteurs structurels². Par conséquent, les marchés extérieurs constitueront la principale source d'expansion des entreprises québécoises. Il faut donc encourager celles-ci à s'internationaliser.

En plus de leur permettre d'accéder à un plus large marché, l'internationalisation procure de nombreux autres avantages aux entreprises, notamment au chapitre de la réduction des coûts de production et du partage des connaissances³. Elle comporte aussi des coûts et de nombreux risques dont les principaux sont résumés à l'encadré 1 à la page 2.

La présente étude s'intéresse spécifiquement au risque de change qui constituerait, selon certains sondages menés auprès d'entreprises canadiennes, le principal obstacle à l'expansion des exportations⁴. Pourtant, un grand nombre d'entreprises ne gèrent pas ce risque. Le but de cette étude est de sensibiliser les entrepreneurs au risque de change et de mettre en lumière les divers moyens dont ils disposent pour atténuer les effets négatifs des fluctuations du taux de change sur leur entreprise.

¹ Source : registre des exportateurs, Statistique Canada. Entre 2006 et 2009, par exemple, le nombre d'établissements exportateurs a diminué de 10 %.

² Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Enjeux et prévisions de moyen terme », 14 janvier 2015, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150114-f.pdf?resVer=1421246168000 et Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Le potentiel de croissance de l'économie canadienne entre dans une nouvelle ère », 20 août 2014, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv140820-f.pdf?resVer=1408539092000.

³ Pour plus de détails, veuillez consulter : Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « L'internationalisation des PME québécoises », 16 octobre 2014, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv141016f.pdf?resVer=1413464616000.

⁴ Exportations et développement Canada, « Pratiques de gestion du risque de change des entreprises canadiennes », 2009, p. 3, www.edc.ca/FR/Knowledge-Centre/Economic-Analysis-and-Research/Documents/currency-risk-management.pdf.

Encadré 1**Risques à l'internationalisation**

Toutes les entreprises font face à une panoplie de risques. Celles qui mènent des activités à l'international sont en outre confrontées à des risques spécifiques dont les principaux sont résumés ci-dessous.

Risque de change – Toute forme d'activité internationale implique un échange de devises. Le fait que les taux de change des devises fluctuent entraîne de l'incertitude quant aux entrées ou aux sorties de fonds liés aux activités internationales des entreprises.

Risque économique – Ce risque fait référence aux événements économiques qui pourraient survenir dans les marchés étrangers et perturber la demande pour les produits de l'entreprise : hausse de l'inflation, effondrement immobilier, récession, etc.

Risque politique – L'agitation sociale, les grèves, les conflits géopolitiques et la corruption font partie des risques politiques susceptibles de perturber les ventes ou l'approvisionnement des entreprises à l'étranger. L'imposition d'un embargo en est un autre exemple.

Risque juridique – Il y a deux types de risques juridiques : ceux qui sont liés à la possibilité que le pays étranger modifie la réglementation relative aux produits et que l'entreprise doive par conséquent procéder à des adaptations ou demander de nouvelles autorisations; ceux qui découlent des marchés conclus avec des clients étrangers : les frais engagés à l'étranger pour faire respecter un contrat, par exemple.

Risque lié à la fiscalité – Les hausses des frais de douane et des taxes peuvent augmenter les prix des produits sur les marchés étrangers et par conséquent pénaliser la compétitivité de l'entreprise. Ces risques englobent également les changements qui peuvent être apportés aux avantages fiscaux et aux subventions et toute autre modification apportée au régime fiscal du pays étranger.

Risque commercial – Mettre un produit sur le marché comporte toujours son lot de risques tels que ceux qui sont liés à l'évaluation de la demande, la détermination du prix de vente, la mise en marché et l'évaluation de la concurrence. Lorsque cela se fait à l'étranger, ces risques s'accroissent, car il est plus difficile d'évaluer les besoins et les goûts des clients et l'état de la concurrence à l'étranger que chez soi.

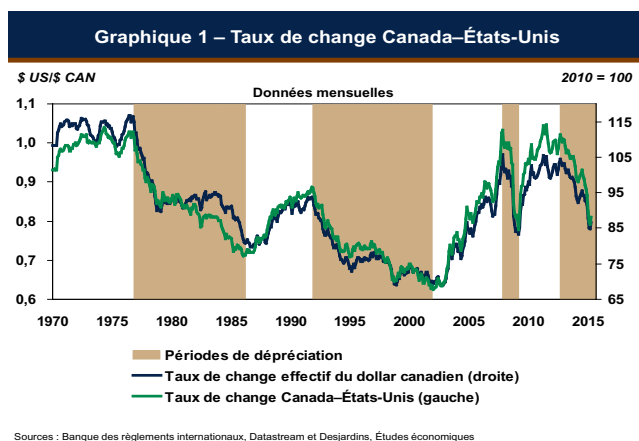
Risque de transport – Vendre des marchandises à l'étranger augmente les risques liés à leur transport tels que les bris, perte, vol, vandalisme, accident, etc. De plus, lors du transport hors frontière de marchandises, des formalités douanières fastidieuses ou des documents incomplets peuvent occasionner des retards.

Risque de contrefaçon – Il est difficile, dans certains pays, de faire respecter la propriété intellectuelle. Un produit ou ses composantes peuvent être reproduits par la concurrence étrangère, puis fabriqués à moindre coût.

Risque lié au fournisseur ou au client – Il y a toujours des risques entourant les transactions entre les fournisseurs de l'entreprise et ses clients, mais la distance géographique, les barrières linguistiques et les différences culturelles décuplent ce risque. Évaluer la solvabilité des partenaires commerciaux, par exemple, ou s'assurer de leur honnêteté, peut s'avérer problématique.

L'ÉVOLUTION HISTORIQUE DU TAUX DE CHANGE DU DOLLAR CANADIEN

Le graphique 1 présente l'évolution, depuis la réinstauration d'un régime de change flexible en 1970, du taux de change bilatéral Canada–États-Unis et du taux de change effectif du dollar canadien, soit une moyenne pondérée des taux de change du dollar canadien par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux du Canada⁵. Les deux taux de change évoluent en tandem, ce qui est normal compte tenu de l'importance des États-Unis dans les échanges commerciaux du Canada : environ les trois quarts des exportations canadiennes sont destinées aux États-Unis et un peu plus de la moitié des importations canadiennes en proviennent.



⁵ En 1950, le Canada est devenu le premier grand pays à adopter un régime de change flexible. En 1962, le taux de change a été fixe à nouveau, mais pour quelques années seulement : en 1970, le Canada est revenu à un régime de change flexible. Le taux de change effectif du dollar canadien provient de la Banque des règlements internationaux.

On distingue quatre grandes périodes de dépréciation (zones ombragées du graphique 1) et trois grandes périodes d'appréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain au cours des 45 années, allant de 1970 à 2015. Au cours des 13 dernières années, on observe une accélération et une amplification des mouvements du taux de change. Par exemple, entre janvier 2002 et novembre 2007, soit en l'espace de seulement 70 mois, le dollar canadien s'est apprécié de 65 % par rapport au billet vert, pour se déprécier ensuite, pendant la crise financière et la récession, de 25 % en seulement 16 mois (tableau 1). Par la suite, le huard a récupéré le terrain perdu, mais il a de nouveau repris une tendance à la baisse à partir de septembre 2012.

La volatilité du taux de change bilatéral Canada–États-Unis a augmenté considérablement au fil du temps, comme l'illustre le graphique 2. Plus la volatilité du taux de change s'accroît, plus le risque de change auquel sont exposées les entreprises augmente.

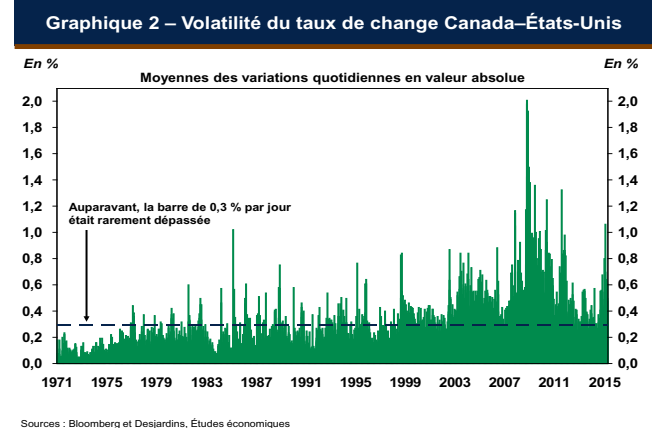


Tableau 1 – Durée et ampleur des principaux mouvements de dépréciation et d'appréciation du huard par rapport au dollar américain entre janvier 1970 et mars 2015

Mouvement	Début	Fin	Nombre de mois	Pourcentage de dépréciation ou d'appréciation
Dépréciation	Janvier 1977	Janvier 1986	108	-28 %
Appréciation	Janvier 1986	Octobre 1991	69	+25 %
Dépréciation	Octobre 1991	Janvier 2002	123	-30 %
Appréciation	Janvier 2002	Novembre 2007	70	+65 %
Dépréciation	Novembre 2007	Mars 2009	16	-25 %
Appréciation	Mars 2009	Septembre 2012	42	+32 %
Dépréciation	Septembre 2012	Mars 2015	30	-22 %

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

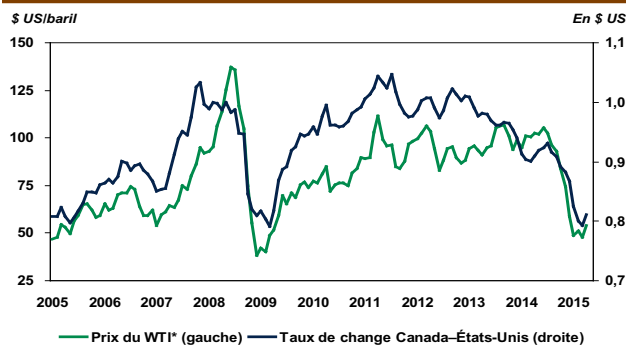
LES SOURCES DE FLUCTUATIONS DU TAUX DE CHANGE

Prix des matières premières et écarts de taux d'intérêt

Le Canada a une politique de taux de change flexible. Cela signifie que la valeur du dollar canadien fluctue selon l'offre et la demande pour la devise. Celles-ci subissent l'influence de plusieurs facteurs, les plus déterminants d'entre eux étant le prix des matières premières, en particulier celui du pétrole brut, et les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et son principal partenaire commercial, les États-Unis.

Quand le prix des matières premières augmente, par exemple, la valeur des exportations canadiennes de produits de base fait de même. Cela entraîne une augmentation de la demande pour le dollar canadien puisqu'il en faudra davantage aux étrangers pour payer les producteurs canadiens. À l'inverse, si le prix des matières premières diminue, le dollar canadien se déprécie. Le graphique 3 montre à quel point la variation du prix du pétrole, l'une des principales matières premières exportées par le Canada, est une source de fluctuations importante pour le dollar canadien. De plus, elle est souvent imprévisible : la récente chute du prix du pétrole brut n'a pas été anticipée avant qu'elle ne se manifeste clairement à l'automne 2014.

Graphique 3 – Prix du pétrole et taux de change Canada-États-Unis



* West Texas Intermediate.
Sources : Banque du Canada, Datastream et Desjardins, Études économiques

Les écarts de taux d'intérêt entre les partenaires commerciaux influencent également la valeur des devises. Quand les taux d'intérêt augmentent aux États-Unis alors qu'ils diminuent ou restent inchangés au Canada, la demande pour les titres américains s'accroît au détriment de la demande pour les titres canadiens. Cela se traduit par une baisse de la demande pour le dollar canadien en faveur du dollar américain et donc par la dépréciation du huard.

Les anticipations d'un élargissement ou d'un rétrécissement de l'écart des taux d'intérêt auront donc des conséquences sur le taux de change. Et ces anticipations dépendent de plusieurs facteurs tels que les divergences entre les perspectives

de croissance des deux pays, l'évolution anticipée de leur taux d'inflation ou de l'état de leurs finances publiques. Actuellement, par exemple, les perspectives de croissance sont meilleures aux États-Unis qu'au Canada. La Banque du Canada (BdC) a réduit le taux directeur en janvier dernier dans le but d'atténuer l'effet négatif de la chute du prix du pétrole sur l'économie canadienne. La Réserve fédérale des États-Unis devrait bientôt, pour sa part, relever le taux d'intérêt, car l'économie américaine a repris de la vigueur et ses perspectives de croissance sont bonnes. Les analystes anticipent donc un élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt canadien et américain, ce qui exerce des pressions à la baisse sur la valeur du huard par rapport au billet vert.

Guerre de devises

La dépréciation d'une devise stimule l'économie d'un pays en favorisant ses exportations et en décourageant ses importations. En principe, un pays qui a une politique de taux de change flexible laisse la valeur de sa monnaie fluctuer selon l'évolution de l'offre et de la demande et ne tente pas de l'influencer.

Au cours des derniers mois, plusieurs pays ont assoupli leur politique monétaire en réduisant les taux d'intérêt ou en injectant des liquidités dans leur système financier. C'est ce qu'ont fait la Banque centrale européenne et la Banque du Japon, par exemple, pour stimuler des économies anémiques et prévenir la déflation. D'autres pays, comme le Canada et l'Australie, ont réduit leur taux directeur pour atténuer les effets négatifs de la baisse du prix des matières premières sur leur économie (celui du pétrole, dans le cas du Canada).

La politique d'assouplissement monétaire s'est répandue dans plus d'une vingtaine de pays depuis le début de l'année 2015, ce qui ravive les craintes d'une guerre de devises. En effet, il est possible que certains pays aient adopté une telle politique dans le but de faire baisser la valeur de leur devise afin d'améliorer leur compétitivité sur le marché international, amenant leurs concurrents à faire de même pour préserver leur part de marché.

Il faut dire que de nombreux pays n'ont plus beaucoup de marge de manœuvre pour relancer leur économie. Dans bien des cas, les taux d'intérêt sont au plancher et le recours à la politique budgétaire est peu approprié compte tenu du niveau élevé de l'endettement public. Dans un tel contexte, l'affaiblissement de la devise peut sembler l'ultime façon de stimuler l'économie. Si, à court terme, un pays peut compter sur la dépréciation de sa monnaie pour stimuler ses exportations, il perd cependant rapidement son avantage concurrentiel si d'autres pays l'imitent. Par exemple, l'euro s'étant déprécié à peu près autant que le yen par rapport au dollar

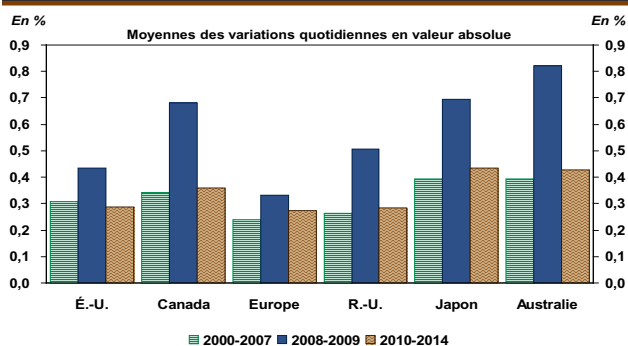
américain depuis octobre 2014, le Japon n'est pas plus compétitif sur le marché américain qu'il ne l'était par rapport aux pays de la zone euro il y a six mois.

En revanche, les taux de change de l'euro et du yen par rapport au billet vert ont enregistré de grandes variations au cours de cette période. La dépréciation du yen et celle de l'euro ne traduisent probablement pas une guerre officielle de devises, mais cet exemple illustre bien qu'une telle guerre aurait pour principale conséquence d'accroître considérablement la volatilité des taux de change.

Instabilité financière internationale

Les périodes d'instabilité financière engendrent aussi beaucoup de volatilité dans les taux de change en raison de l'incertitude qu'elles génèrent. Durant la crise financière de 2008 et la récession qui a suivi en 2009, on a observé une grande volatilité des taux de change effectifs dans plusieurs pays. La variation quotidienne moyenne du taux de change du yen, par exemple, qui s'élevait à 0,39 % entre 2000 et 2007, a grimpé à 0,70 % entre 2008 et 2009 (graphique 4)⁶.

Graphique 4 – Volatilité des taux de change effectifs de certaines devises

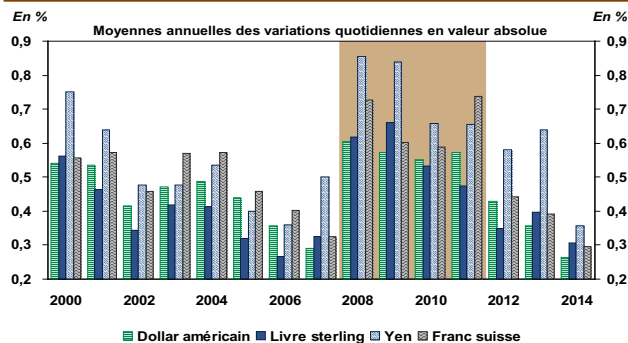


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

De même, pendant la crise des dettes souveraines des pays européens qui a duré de la fin de 2009 jusqu'à la fin de 2011, le taux de change de l'euro a été extrêmement variable. Les taux de change bilatéraux de l'euro par rapport au dollar américain, à la livre sterling, au yen et au franc suisse se sont en effet avérés plus volatils au cours de cette période qu'ils ne l'étaient avant la crise financière de 2008 (graphique 5).

L'augmentation de la volatilité des taux de change en période d'instabilité financière s'explique, entre autres, par l'effet de la valeur refuge : les investisseurs délaissent les actifs du pays en crise pour des actifs plus sûrs. Les investissements

Graphique 5 – Volatilité du taux de change de l'euro par rapport à certaines devises



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

américains étant souvent considérés comme tels, le billet vert constitue une valeur refuge de référence. Cela peut toutefois changer selon la période ou les événements.

Si l'instabilité financière est une source de fluctuations du taux de change, la volatilité des taux de change peut aussi être, en retour, une source d'instabilité financière. Les ministres des Finances et les banquiers centraux du G-20 estiment en effet que la volatilité des taux de change constitue actuellement un défi pour l'économie mondiale⁷. Par exemple, certains pays détiennent une part importante de leur dette en devises étrangères, de sorte que leur risque de défaut augmente quand la devise dans laquelle leur dette est libellée s'apprécie.

LA PARTICIPATION DES GOUVERNEMENTS

Les fluctuations des taux de change qui découlent des changements dans l'offre ou la demande pour la devise sont normales dans un régime de change flexible. En revanche, celles qui sont provoquées par les guerres de devises ou qui résultent de l'instabilité financière ne sont pas désirables. Les gouvernements peuvent contribuer à les réduire en encourageant une plus grande collaboration entre les pays en matière de politiques de taux de change afin d'éviter les guerres de devises. Ils doivent également exercer des pressions sur les pays qui contrôlent leur taux de change et qui, ce faisant, génèrent des déséquilibres dans les soldes commerciaux au niveau mondial. De tels déséquilibres, quand ils se creusent, accroissent les risques d'une correction désordonnée caractérisée par de brusques ajustements des taux de change et l'imposition de primes de risque sur un large éventail d'actifs financiers⁸.

⁷ www.g20.utoronto.ca/2015/150417-finance.html.

⁸ Banque du Canada, « Revue du système financier », décembre 2010, p. 5, www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/12/rfsf_1210.pdf.

⁶ Il s'agit de la variation quotidienne en valeur absolue.

En outre, il faut encourager les pays qui ont besoin de réformes structurelles à les mettre en place plutôt que de miser sur la dépréciation de leur monnaie pour stimuler leur économie.

Finalement, chaque gouvernement devrait assurer une saine gestion des finances publiques de son pays. Ce faisant, il contribuerait au maintien de la stabilité financière internationale, ce qui réduirait la volatilité des taux de change.

LES RISQUES ASSOCIÉS AUX FLUCTUATIONS DU TAUX DE CHANGE

Un régime de change flexible engendre des risques au niveau microéconomique, car l'évolution de la devise influence la compétitivité et la rentabilité des entreprises. Les principaux effets négatifs que génèrent les fluctuations du taux de change sur les entreprises sont les suivants :

- L'appréciation du dollar réduit la compétitivité des entreprises exportatrices sur les marchés internationaux et celle des entreprises locales qui font face à une plus grande concurrence à l'intérieur des frontières du pays.
- Les prix des produits exportés sont généralement fixés en devises étrangères. Le montant en dollars canadiens que l'exportateur encaissera peut différer grandement de celui qu'il avait anticipé recevoir au moment où il a fixé son prix compte tenu de l'évolution du taux de change. Si le dollar canadien s'est apprécié, cela se traduira par une perte par rapport au revenu anticipé.
- Les prix des produits importés sont également exprimés en devises étrangères. Par conséquent, une dépréciation du dollar canadien entraîne une augmentation des coûts pour les importateurs canadiens.
- Les deux risques précédents sont des risques liés aux transactions commerciales d'une entreprise. Les mêmes risques existent pour les transactions financières : selon l'évolution du taux de change, une entreprise qui a contracté un prêt à l'étranger pourrait avoir à déboursier davantage que prévu, en dollars canadiens, pour le service et le remboursement de cette dette et une entreprise qui a investi dans un actif financier étranger risque de réaliser des gains moins élevés que prévu (toujours en dollars canadiens).

Les risques associés au taux de change sont exacerbés par le caractère imprévisible et volatil de cette variable. En l'espace de quelques mois, la rentabilité d'une entreprise peut basculer d'un côté comme de l'autre selon la trajectoire que prendra la valeur de la devise.

En raison de l'avantage concurrentiel dont il bénéficie à la suite de la dépréciation de sa monnaie, on a tendance à croire qu'un pays a nécessairement intérêt à ce que la valeur de sa devise soit plus faible que forte. Cela n'est pas nécessairement le cas. L'appréciation d'une devise a également des avantages. Elle réduit le coût des biens de consommation et

des intrants importés et celui de la machinerie et de l'équipement provenant de l'étranger. Elle bénéficie par conséquent aux entreprises qui importent des intrants et de la machinerie, de même qu'aux consommateurs.

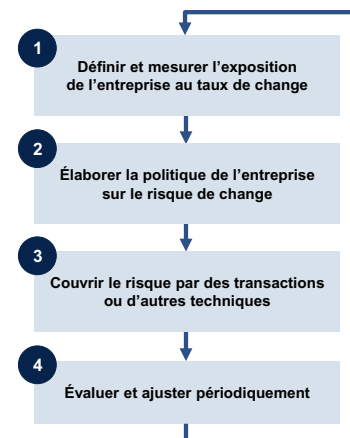
Le fait d'avoir un taux de change flexible permet aussi à l'économie, lorsqu'elle ralentit ou s'accélère excessivement, de revenir vers l'équilibre plus facilement. Par exemple, quand l'activité économique est supérieure à la normale et que la banque centrale relève les taux d'intérêt pour freiner la demande, le dollar s'apprécie, contribuant également à ralentir la croissance à un niveau moins inflationniste. Par conséquent, la hausse du taux directeur nécessaire pour ramener l'économie vers l'équilibre est moins importante⁹. Un régime de taux de change flexible offre donc des avantages au niveau macroéconomique.

SOLUTIONS À LA PORTÉE DES ENTREPRISES

Le recours aux couvertures de change

Il existe des techniques et des instruments pour gérer les risques associés au taux de change auxquels les entreprises sont confrontées. Les organisations ayant pour mission de soutenir les entreprises qui exercent des activités internationales offrent de l'information et des conseils aux petites et moyennes entreprises à cet effet. Il y a quelques années, Exportation et Développement Canada (EDC) a publié un guide pour appuyer les entreprises dans l'élaboration d'une politique de change¹⁰.

En bref, la gestion du risque de change est un processus qui comporte quatre étapes :



Source : Exportation et Développement Canada

⁹ Il faut noter que la contribution du taux de change aux effets de la politique monétaire dépend du degré d'ouverture du pays au commerce international.

¹⁰ Exportation et Développement Canada, « Élaborer une politique de change », 2012, 37 p., www.edc.ca/FR/Promotions/Documents/fx-guide.pdf.



Il existe essentiellement deux types de couvertures de change, soit la couverture naturelle et la couverture financière. La couverture naturelle consiste à apparier autant que possible les revenus et les dépenses effectués dans une même devise étrangère. Cette technique peut convenir à une entreprise dont une partie des intrants provient d'un pays où elle exporte également ses produits. Une entreprise qui finance ses activités grâce à un prêt libellé dans la monnaie d'un partenaire commercial, par exemple, bénéficie aussi d'une couverture naturelle.

La couverture financière se fait, elle, grâce à des instruments de couverture de change qu'une entreprise peut se procurer dans une institution financière. Parmi ces instruments, les plus connus et utilisés sont les contrats de change à terme, les options de change et les swaps de devises (encadré 2 aux pages 8 et 9)¹¹.

Gérer les risques liés au taux de change grâce à des techniques et des instruments de couverture n'est pas un exercice simple. Selon des sondages effectués par EDC, les entreprises exportatrices considèrent que le risque de change est le principal obstacle à l'expansion des exportations. Pourtant, une grande proportion d'entre elles ne se protègent pas du tout contre ce risque, invoquant principalement le manque de ressources et de connaissances à l'interne et les coûts associés aux instruments de couverture pour expliquer leur comportement¹². Dans ces circonstances, il n'est pas surprenant de constater que les petites entreprises sont moins nombreuses que les moyennes et les grandes entreprises à gérer le risque de change.

Par ailleurs, près de 20 % des exportateurs qui ne gèrent pas le risque de change ont déclaré qu'ils considéraient que les instruments de couverture étaient trop spéculatifs. Cet argument est pour le moins contradictoire : en fait, en ne se protégeant pas, l'entrepreneur espère que le taux de change restera stable ou évoluera en sa faveur. Une telle attitude est hautement spéculative.

Les couvertures de change ne doivent pas être utilisées à des fins spéculatives. Au contraire, les entrepreneurs doivent accepter la possibilité que leur stratégie puisse les amener à renoncer au bénéfice d'une variation des taux de change futurs qui serait avantageuse.

S'il est vrai que gérer le risque de change de façon active comporte des coûts, surtout quand les taux sont très volatils, ne pas le faire peut se révéler beaucoup plus coûteux. Toute entreprise exposée à un tel risque devrait par conséquent prendre le temps d'estimer les coûts et les bénéfices associés aux instruments de couverture avant de prendre la décision d'y avoir recours ou non.

L'amélioration de la productivité

Même si les entreprises utilisent les meilleures techniques et les instruments de couverture de change les plus appropriés à leur situation, il reste qu'il leur est impossible de se prémunir contre les tendances à long terme des taux de change. Pour survivre à ces tendances, elles doivent adopter d'autres stratégies. Plusieurs options s'offrent à elles pour contrer les effets de l'appréciation ou de la dépréciation à long terme du dollar canadien sur leur chiffre d'affaires.

Entre le dernier trimestre de 2003 et le premier trimestre de 2005, la BdC a profité de son *Enquête sur les perspectives des entreprises* pour interroger les entreprises participantes sur la façon dont elles réagissaient à la forte appréciation du dollar canadien alors en cours. Les réactions des entreprises sont variées, comme le montre le tableau 2 à la page 9, tiré de l'article publié à ce sujet¹³.

Il est intéressant de constater que l'amélioration de la productivité, grâce à des mesures autres que la réduction des coûts de main-d'œuvre, a constitué la réaction la plus répandue parmi les entreprises qui ont réagi à l'appréciation du dollar canadien¹⁴. Il est vrai qu'il est difficile de recourir à des hausses de prix quand la compétition est vive et que réduire les coûts de main-d'œuvre – que ce soit en diminuant l'effectif ou en restreignant la rémunération – est généralement considéré comme une solution de dernier recours par la plupart des entreprises.

Si elle apparaît comme une réaction appropriée à l'appréciation du taux de change, l'augmentation de la productivité devrait aussi être considérée comme un instrument de prévention. De fait, les entreprises les plus productives – et donc les plus compétitives – sont sans doute en bien meilleure position que leurs concurrentes pour affronter les fluctuations du taux de change. Disposant d'une structure de coûts plus efficace, elles sont plus rentables et peuvent

¹¹ Pour plus de détails sur les différents types d'instruments de couverture, consulter le document : Caisse centrale Desjardins, « La gestion du risque de change », 28 p., www.desjardins.com/fr/entreprises/solutions/services-internationaux/devises-etranangeres/ge-risque-change.pdf.

¹² Exportations et Développement Canada, « Pratiques de gestion du risque de change des entreprises canadiennes », 2009, p. 4, www.edc.ca/FR/Knowledge-Centre/Economic-Analysis-and-Research/Documents/currency-risk-management.pdf.

¹³ Jean Mair, « L'incidence de l'appréciation du dollar canadien sur les entreprises du pays : résultats des enquêtes de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises », *Revue de la Banque du Canada*, Banque du Canada, automne 2005, 8 p., www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/mair-f.pdf.

¹⁴ Les résultats de l'enquête doivent être interprétés avec prudence en raison de la petite taille de l'échantillon.

Encadré 2**Exemples d'utilisation d'instruments de couverture de change****Exemple 1**

Un **contrat de change à terme** est un engagement entre deux parties visant à acheter ou à vendre un montant de devises étrangères à une date et un taux prédéterminés.

Un exportateur doit recevoir 100 000 \$ US dans six mois. Anticipant une éventuelle hausse du cours du dollar canadien, il décide de se couvrir grâce à un contrat à terme sur devises.

Au comptant, le dollar canadien vaut 0,8000 \$ US et le cours à terme de six mois est de 0,8028 \$ US.

Cet exportateur s'engage donc à vendre dans six mois ses 100 000 \$ US à un cours fixé dès aujourd'hui à 0,8028 \$ US quelle que soit l'évolution du dollar.

À l'échéance, la conversion de 100 000 \$ US lui procurera 124 564,03 \$ CAN (soit $100\,000/0,8028$).

Si le dollar canadien s'était apprécié de 10 % au cours de ces six mois, le taux de change du dollar canadien à l'échéance aurait été de 0,8800 \$ US et il aurait reçu 113 636,36 \$ CAN, soit 8,8 % de moins que le montant de son contrat à terme. En revanche, si le dollar canadien s'était déprécié de 10 %, il n'en aurait pas bénéficié du tout.

Exemple 2

L'**option de change** donne le droit à son détenteur d'acheter ou de vendre un montant de devises étrangères à une date et un taux prédéterminés. Pour obtenir ce droit, l'acheteur doit payer une prime. Le montant de celle-ci dépend de plusieurs facteurs dont l'échéance de l'option, le niveau de protection désiré par rapport au taux du marché, la volatilité anticipée et la quantité à protéger. La prime n'est pas remboursable, que l'option soit exercée ou non.

L'exportateur de l'exemple précédent, qui doit recevoir 100 000 \$ US dans six mois, décide de se couvrir contre une éventuelle appréciation du huard en acquérant une option de change.

Au comptant, le dollar canadien vaut 0,8000 \$ US et il achète une option de vente d'un montant de 100 000 \$ US à échéance de six mois, à un prix d'exercice de 0,8200 \$ US, pour une prime de 1 100 \$ CAN.

Six mois plus tard, le dollar canadien s'est apprécié de 10 % par rapport à la devise américaine, de sorte que le taux de change se situe à 0,8800 \$ US. Sans couverture, il aurait obtenu 113 636,36 \$ CAN (soit $100\,000/0,8800$) pour ses 100 000 \$ US. En exerçant son option, il recevra plutôt 121 951,22 \$ CAN (soit $100\,000/0,8200$).

Si le dollar canadien s'était au contraire déprécié de 10 % au cours de ces six mois, il n'aurait pas exercé son option de vente. Il aurait simplement converti ses 100 000 \$ US au taux de change de 0,7200 \$ US, ce qui lui aurait procuré 138 888,89 \$ CAN (soit $100\,000/0,7200$).

Exemple 3

Le **swap de devises** consiste en deux transactions opposées effectuées simultanément avec le même montant.

Le même exportateur, qui doit recevoir un paiement de 100 000 \$ US dans six mois, a besoin de ce montant aujourd'hui afin de payer des fournisseurs. Il décide d'effectuer un swap de devises.

Il achète 100 000 \$ US au taux de change actuel et les revend au moyen d'un contrat à terme de six mois. D'un côté, il obtient tout de suite les fonds dont il a besoin et de l'autre il se protège contre une éventuelle hausse du cours du dollar canadien (comme l'illustre l'exemple du contrat à terme).



Chacune de ces couvertures a des avantages et des désavantages :

Instrument	Avantages	Désavantages
Contrat de change à terme	<ul style="list-style-type: none"> . Ne nécessite aucun déboursé initial . Protège contre un mouvement défavorable de la devise 	<ul style="list-style-type: none"> . Ne permet pas de profiter d'un mouvement favorable de la devise
Option de change	<ul style="list-style-type: none"> . Protège contre un mouvement défavorable de la devise tout en permettant de profiter d'un mouvement favorable de la devise 	<ul style="list-style-type: none"> . La prime doit être payée, que l'option soit exercée ou non
Swap de devises	<ul style="list-style-type: none"> . Ne nécessite aucun déboursé initial . Permet de résoudre les problèmes de synchronisation des flux en devises étrangères tout en se protégeant contre un mouvement défavorable de la devise 	<ul style="list-style-type: none"> . Ne permet pas de profiter d'un mouvement favorable de la devise

Sources : Caisse centrale Desjardins et Desjardins, Études économiques

Tableau 2 – Principales réactions des entreprises désavantagées par l'appréciation du dollar canadien

Réactions	T1 2005*
Hausse des prix de vente	21 %
Réduction des coûts de main-d'œuvre	18 %
Délocalisation des intrants ou du traitement à l'étranger	25 %
Autres mesures de l'amélioration de la productivité ou de réduction des coûts	38 %
Réductions des dépenses d'investissement	11 %
Recours accru aux opérations de couvertures	16 %
Autres réactions**	32 %
Aucune mesure	41 %

* La somme des pourcentages n'est pas égale à 100, car les entreprises peuvent avoir adopté plus d'une mesure; ** Cette catégorie comprend le lancement de nouveaux produits, la réorientation des stratégies de vente et le changement de la monnaie de facturation. Elle peut à l'occasion inclure la réduction des dépenses d'investissement, la délocalisation des intrants à l'étranger et la modification des pratiques en matière de couverture.

Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

par conséquent absorber les chocs de taux de change sans mettre en péril leur pérennité.

Innover davantage aiderait également les entreprises québécoises à tirer leur épingle du jeu sur la scène internationale. Cela est d'autant plus vrai que les entreprises des économies avancées doivent dorénavant miser sur les produits à valeur ajoutée pour demeurer compétitives. En effet, il leur est très difficile de concurrencer les pays émergents dans la production de masse, car ceux-ci détiennent des avantages concurrentiels difficiles à battre en termes de coût de production, notamment au chapitre des salaires.

L'amélioration de la productivité s'exerce souvent par le biais de l'investissement en machines et en matériel, dont une bonne partie est importée. Il serait donc opportun que les entreprises profitent des périodes où le taux de change du huard est avantageux pour investir dans l'équipement de production.

L'optimisation de la chaîne d'approvisionnement et la participation à une chaîne de valeur mondiale

Plusieurs des entreprises sondées par la banque centrale ont modifié leur chaîne d'approvisionnement en réaction à l'appréciation du huard. Certaines entreprises se sont tournées vers les fournisseurs étrangers, notamment ceux des pays

émergents qui leur offraient des intrants à des coûts avantageux. D'autres ont fait effectuer davantage d'opérations à l'étranger. Bien souvent, ces entreprises ont délocalisé les processus de production simples dans les économies émergentes et ont conservé au pays la production des opérations à plus grande valeur ajoutée, telles que la conception ou le marketing.

Il faut dire que l'appréciation du dollar canadien au cours de la première décennie des années 2000 coïncidait avec l'expansion des pays émergents, ce qui a permis aux entreprises canadiennes de s'approvisionner en intrants beaucoup moins coûteux, tout en profitant d'un taux de change favorable aux importations.

En augmentant la proportion des intrants importés ou en déplaçant une partie de leur production à l'étranger, les entreprises ont réagi à l'appréciation du dollar canadien en augmentant leur couverture naturelle. De la même manière, la participation d'une entreprise à une chaîne de valeur mondiale peut lui permettre de se protéger des fluctuations du taux de change en augmentant sa couverture naturelle¹⁵. En effet, une entreprise qui fait partie d'une chaîne de valeur se spécialise dans un segment particulier du processus de production, celui pour lequel elle a démontré son efficacité. Dans les chaînes de valeur mondiales, les entreprises sont souvent verticalement intégrées, c'est-à-dire qu'elles importent des produits intermédiaires pour fabriquer des biens qui sont ensuite exportés. Ce processus augmente les chances que l'entreprise bénéficie d'une couverture naturelle qui la protège des fluctuations du taux de change.

¹⁵ Une chaîne de valeur comprend toutes les étapes nécessaires à la production d'un bien ou d'un service et le livrer au client, depuis la conception jusqu'à l'utilisation finale. Lorsque ces activités sont dispersées dans diverses entreprises et à travers le monde, il s'agit d'une chaîne de valeur mondiale.

LA DIVERSIFICATION DES MARCHÉS ET LE RISQUE DE CHANGE

Tel que mentionné en introduction, un certain nombre de facteurs, notamment le vieillissement de la population, donne à penser que la croissance économique sera limitée au Canada au cours des prochaines années. Par conséquent, les marchés extérieurs constitueront la principale source de croissance des entreprises québécoises.

Pour les exportateurs québécois, le marché américain demeure une valeur sûre en raison de sa proximité géographique et de ses similitudes culturelles, sociales et en matière de droit commercial avec le Québec, qui le rend facilement accessible aux entreprises d'ici. L'Europe, moins près que les États-Unis géographiquement, a néanmoins beaucoup d'affinités avec le Québec. Après les États-Unis, les pays de l'Union européenne constituent d'ailleurs le deuxième plus important marché à l'exportation du Québec (tableau 3). Les pays émergents, où le niveau de vie de la classe moyenne ne cesse d'augmenter, offrent un potentiel de croissance très prometteur aux exportations québécoises. La clef du succès, pour les entreprises, consiste donc à diversifier davantage leur clientèle internationale. Sans abandonner les marchés traditionnels, elles devraient considérer la possibilité d'élargir l'éventail de leurs partenaires commerciaux pour y inclure des pays émergents.

Le processus de diversification est en cours : entre 2000 et 2014, la part des États-Unis dans le total des exportations québécoises est passée de 86 % à 70 % et celle des pays de l'Union européenne de 9 % à 12 %, alors que la part des pays du BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) est passée de 1,1 % à 5,7 % (tableau 3). Dans la catégorie « autres pays », dont la part s'est également accrue considérablement au cours de cette période, on compte beaucoup de marchés émergents d'Asie et d'Amérique latine.

Tableau 3 – Évolution des exportations internationales de marchandises du Québec par région entre 2000 et 2014

	2000		2014	
	Valeur (G\$ CAN)	Pourcentage des exportations	Valeur (G\$ CAN)	Pourcentage des exportations
États-Unis	63,5	85,5 %	53,0	69,8 %
Union européenne	6,5	8,7 %	8,9	11,7 %
BRIC*	0,8	1,1 %	4,3	5,7 %
Japon	0,6	0,9 %	1,2	1,6 %
Autres pays	2,9	3,9 %	8,4	11,1 %

* Brésil, Russie, Inde et Chine.

Sources : Industrie Canada et Desjardins, Études économiques

La diversification des marchés à l'exportation peut réduire le risque économique auquel est exposée une entreprise. En effet, une baisse de la demande pour ses produits résultant d'un ralentissement de l'activité économique chez l'un de ses partenaires commerciaux pourrait être contrebalancée par une hausse de la demande résultant de l'accélération de l'activité économique chez un autre de ses partenaires.

En revanche, une entreprise qui a plusieurs partenaires commerciaux à l'international s'expose à un plus grand risque de change, puisqu'elle doit effectuer des transactions impliquant plusieurs devises. Certes, elle pourrait bénéficier d'une certaine couverture naturelle si les taux de change de ses partenaires commerciaux étaient négativement corrélés. Cependant, choisir ses marchés à l'exportation en se fondant sur la corrélation des taux de change n'est pas une stratégie fiable, car ce paramètre est influencé par des facteurs d'ordre économique, structurel, social ou géopolitique.

En outre, certains pays, émergents ou non, sont plus sujets à de l'instabilité financière que d'autres, ce qui peut éventuellement se traduire par une plus grande volatilité de leurs devises et augmenter le risque de change auquel leurs partenaires commerciaux sont exposés. Un pays peut être victime d'instabilité financière pour une foule de raisons telles que son endettement public et sa situation politique. Même s'il est possible de circonscrire ces risques en examinant la situation économique et politique d'un pays avant d'y faire des affaires, des événements inattendus peuvent survenir partout dans le monde, même dans des pays qu'on croyait à l'abri des turbulences.

Bref, les entreprises qui aspirent à une plus grande diversification de leurs marchés à l'exportation doivent en contrepartie affronter un risque de change accru, de sorte qu'elles doivent considérer la gestion du risque de change comme étant pratiquement indispensable à leur réussite.

LES MESURES DE SOUTIEN AUX ENTREPRISES

L'information, la formation et l'aide financière

La gestion du risque de change fait partie intégrante de la stratégie des grandes entreprises exportatrices. Les petites et moyennes entreprises (PME) qui, rappelons-le, constituent 99 % de l'ensemble des entreprises québécoises, ne disposent pas toujours des ressources humaines et financières nécessaires pour ce faire¹⁶. Par conséquent, elles peuvent être rébarbatives à l'idée de diversifier leurs marchés à l'exportation de peur de s'exposer à un plus grand risque de change.

Une façon d'encourager les PME québécoises à diversifier géographiquement leur clientèle est de les aider à gérer ce risque. Avant tout, il faut les sensibiliser à la question. Un grand nombre d'entreprises ont rejeté la possibilité de recourir à des instruments de couverture avant même d'en avoir évalué les coûts et les bénéfices. Il faut dire que cette évaluation n'est pas facile à faire. Elles ont sans doute besoin de soutien dès cette première étape.

Plusieurs organisations – entreprises gouvernementales, associations de gens d'affaires et institutions financières – offrent du soutien aux entreprises sous forme d'information et de formation en matière de gestion du risque de change. Les gouvernements offrent également de l'aide financière. Le gouvernement provincial, par exemple, par le truchement d'Investissement Québec, offre un crédit d'impôt pour la diversification des marchés des entreprises manufacturières québécoises, une aide financière dont une partie pourrait être consacrée par l'entreprise à l'élaboration d'une politique de change¹⁷.

Les accords de libre-échange

Les accords de libre-échange conclus entre le gouvernement canadien et les pays étrangers favorisent la diversification des marchés à l'exportation des entreprises québécoises. Ils procurent de nombreux avantages concurrentiels aux entreprises, tels que la réduction ou l'élimination des obstacles tarifaires et non tarifaires et un accès privilégié au marché du partenaire commercial. Ces avantages peuvent être assez substantiels pour convaincre les entreprises d'élargir l'éventail de leurs activités géographiques en dépit du risque de change.

Certains des avantages des accords de libre-échange peuvent même contribuer à réduire le risque de change auquel sont exposées les entreprises. L'Accord économique et commercial global (AECG) entre le Canada et l'Union européenne, par exemple, grâce au libre accès au marché européen qu'il lui confèrera, pourrait aider le Canada à occuper plus d'espace sur la scène économique mondiale¹⁸. Les entreprises canadiennes pourraient donc être plus nombreuses à participer à des chaînes de valeur mondiales. Or, tel qu'évoqué précédemment, la participation d'une entreprise à une chaîne de valeur mondiale peut lui permettre de se

¹⁶ Desjardins, Études économiques, « Pour un Québec plus prospère et plus entrepreneurial », 2014, p. 19, www.desjardins.com/ressources/pdf/de2014-f.pdf?resVer=1401906860000.

¹⁷ www.investquebec.com/quebec/fr/produits-financiers/pme-et-grandes-entreprises/credit-d-impot/diversification-des-marches-des-entreprises-manufacturieres-quebecoises.html.

¹⁸ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Accord économique et commercial global entre le Canada et l'Union européenne », 22 avril 2015, p. 9, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv150422-f.pdf?resVer=1429702137000.

protéger des fluctuations du taux de change en augmentant sa couverture naturelle.

Le Canada a une dizaine d'accords de libre-échange à son actif et plusieurs autres sont en cours de négociation, dont certains avec des pays émergents, notamment l'Inde (encadré 3 à la page 13). Pour profiter pleinement du potentiel de croissance que ces nouvelles ententes leur procureront, les PME québécoises devraient toutefois intégrer la gestion du risque de change à la stratégie d'expansion de leur entreprise.

CONCLUSION

Pour assurer leur expansion, les entreprises québécoises devront de plus en plus se tourner vers les marchés extérieurs au cours des prochaines années. Ce faisant, elles s'exposeront davantage à des risques spécifiques, notamment le risque de change. Les taux de change fluctuent énormément et souvent de façon imprévisible. Une entreprise active sur la scène internationale peut rapidement voir sa rentabilité décliner si elle ne se protège pas contre ces fluctuations.

Pour certaines entreprises, en particulier les petites, la gestion du risque de change peut sembler coûteuse et complexe. Avoir une politique de change peut pourtant se révéler très rentable. Plusieurs organismes, publics et privés, offrent du soutien aux entreprises qui désirent se doter d'une telle politique.

Par ailleurs, pour réussir sur la scène internationale, il faut miser sur la productivité. Plus les entreprises sont productives, mieux elles sont armées pour résister aux vents contraires tels que les mouvements des devises qui leur sont défavorables. Enfin, les entreprises peuvent adopter des stratégies – modification de leur chaîne d'approvisionnement ou intégration à une chaîne de valeur mondiale – leur permettant d'atténuer les effets des fluctuations des taux de change sur leurs affaires.

Il faut encourager les entreprises québécoises à diversifier géographiquement leur clientèle. Sans négliger les marchés traditionnels, elles devraient envisager la possibilité de percer davantage les pays émergents qui constituent des débouchés très prometteurs pour leurs exportations. Les entreprises qui intégreront la gestion du risque de change à leur stratégie d'expansion et en maîtriseront bien les principes auront certainement plus de facilité à percer ces marchés et à assurer leur prospérité.

**Encadré 3****Liste des accords de libre-échange du Canada****Accords de libre-échange actuellement en vigueur**

Canada–Corée ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} janvier 2015

Canada–Honduras ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} octobre 2014

Canada–Panama ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} avril 2013

Canada–Jordanie ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} octobre 2012

Canada–Colombie ⇒ Entrée en vigueur : 15 août 2011

Canada–Pérou ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} août 2009

Canada–Association européenne de libre-échange ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} juillet 2009

Canada–Costa Rica ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} novembre 2002

Canada–Chili ⇒ Entrée en vigueur : 5 juillet 1997

Canada–État d’Israël ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} janvier 1997

Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) ⇒ Entrée en vigueur : 1^{er} janvier 1994

Négociation d’accord de libre-échange conclue

Canada–Union européenne : *Accord économique et commercial global (AECG)* ⇒ 5 août 2014

Négociations d’accord de libre-échange en cours

Canada–Guatemala, Nicaragua et El Salvador

Canada–Inde

Canada–Japon

Canada–Marché commun des Caraïbes (CARICOM)

Canada–Maroc

Canada–République dominicaine

Canada–Singapour

Canada–Partenariat transpacifique

Canada–Ukraine

Modernisation de l’accord de libre-échange entre le Canada et le Costa Rica

Modernisation de l’accord de libre-échange entre le Canada et l’État d’Israël

Discussions préliminaires

Discussions exploratoires au sujet des relations commerciales entre le Canada et la Turquie

Discussions exploratoires visant la négociation d’un accord de libre-échange entre le Canada et la Thaïlande

Discussions exploratoires au sujet des relations commerciales entre le Canada et le Marché commun du Sud (Mercosur)

Source : Affaires étrangères, Commerce et Développement Canada, www.international.gc.ca/trade-agreements-accords-commerciaux/agr-acc/fta-ale.aspx?lang=fra