

# Le Canada est-il « dollarisé »?

---

*John Murray, conseiller, et James Powell, chef du département des Relations internationales*

- *Certains détracteurs du régime de changes flottants du Canada soutiennent que toute décision que les autorités pourraient prendre en faveur ou non de l'adoption du dollar américain comme monnaie officielle serait sans grande conséquence, car, selon eux, le Canada serait déjà « dollarisé » dans les faits ou en bonne voie de l'être.*
- *Le présent article dresse un état des lieux de la dollarisation au Canada, en examinant la question sous l'angle des trois grandes fonctions de la monnaie : unité de compte, moyen d'échange et réserve de valeur.*
- *Si elles sont quelque peu fragmentaires, les données existantes portent fortement à croire que le Canada n'est pas dollarisé ni en voie de l'être. En effet, la très grande majorité des Canadiens utilisent le dollar canadien comme unité de compte et moyen d'échange pour leurs transactions avec d'autres Canadiens.*
- *C'est uniquement à titre de réserve de valeur que le dollar américain est de plus en plus utilisé par les Canadiens. Le Canada est loin d'être unique à cet égard, puisque l'on observe une tendance accrue à la diversification internationale des portefeuilles dans tous les pays depuis quelques années.*

**L**a forte dépréciation du dollar canadien au cours de la dernière décennie et le lancement réussi de l'euro en 1999 ont déclenché un vif débat au Canada sur les avantages possibles de la « dollarisation » — entendue au sens d'usage généralisé de la monnaie d'un autre pays pour remplir les fonctions habituellement dévolues à la monnaie. Les propositions avancées vont de l'adoption unilatérale du dollar américain à une véritable union monétaire entre le Canada et les États-Unis. Certains ont même soutenu que toute décision des autorités en la matière serait sans grande portée, puisque la dollarisation non officielle de l'économie canadienne serait non seulement amorcée, mais déjà très avancée.

Le présent article *ne vise pas* à peser le pour et le contre de l'adoption du dollar américain comme monnaie officielle du Canada, mais à évaluer, à la lumière des données disponibles, dans quelle mesure le pays est déjà dollarisé dans les faits<sup>1</sup>. Même si elles sont fragmentaires, les données existantes indiqueraient que la dollarisation du Canada progresse très lentement voire pas du tout. En effet, suivant plusieurs mesures, le Canada est moins dollarisé actuellement qu'il y a 20 ans et offre peu de ressemblances avec les économies communément considérées comme vraiment dollarisées.

## **Qu'entendons-nous par « dollarisation »?**

Le terme « dollarisation » sert à caractériser l'usage généralisé, par les résidents d'un pays, de la monnaie

---

1. Le présent article est un résumé de l'étude intitulée « Dollarization in Canada: The Buck Stops There », qui a été présentée au colloque « Exchange Rates, Economic Integration, and the International Economy » tenu à l'Université Ryerson du 17 au 19 mai 2002. L'étude a récemment été publiée par la Banque du Canada (Rapport technique TR-90).

d'un autre pays pour remplir les fonctions habituellement dévolues à la monnaie, à savoir celles d'unité de compte, de moyen d'échange et de réserve de valeur. La dollarisation peut être officiellement décrétée ou être issue d'un processus fondé sur le marché, au cours duquel les consommateurs et les entreprises se mettent à utiliser une autre monnaie, généralement celle d'un partenaire commercial important ou d'une grande puissance industrielle qui a la réputation d'appliquer une politique monétaire saine.

La plupart des pays ayant choisi de dollariser officiellement leur économie sont de très petites économies qui dépendent de leurs exportations pour une large part de leur PIB. Bon nombre de ces pays ont des liens historiques avec celui dont ils emploient la monnaie<sup>2</sup>. Avant que l'Équateur ne décide récemment de dollariser son économie, le plus grand pays à utiliser officiellement la monnaie d'un autre pays était le Panama, qui compte moins de trois millions d'habitants. Le comité mixte du Congrès américain sur l'économie (U.S. Congress Joint Economic Committee, 2000) a dressé une liste de 29 pays et territoires qui ont adopté le dollar américain ou la devise d'un autre pays comme principale monnaie.

Les pays caractérisés par une dollarisation non officielle (fondée sur le marché) de leur économie sont souvent plus grands que les pays officiellement dollarisés. Baliño, Bennet et Borensztein (1999) ont dénombré 18 pays qui appartiendraient à cette catégorie, dont l'Argentine, l'Uruguay et la Turquie. La dollarisation non officielle d'un pays est habituellement précédée d'une longue période marquée par des politiques macroéconomiques inadéquates et une forte inflation, qui minent la confiance des investisseurs et forcent les habitants du pays à chercher un autre instrument monétaire. L'Équateur a officiellement dollarisé son économie après avoir vu ses citoyens faire appel de plus en plus au dollar américain au fil des ans pour tenter de se protéger contre l'inflation rampante. Ce qui frappe, c'est à quel point et pendant combien de temps la gestion de l'économie doit être mauvaise pour que la majorité des habitants d'un pays soient disposés à abandonner leur monnaie nationale. Une fois ce pas franchi, cependant, il est presque impossible de faire marche arrière.

Il est important de ne pas confondre dollarisation et mondialisation. La croissance spectaculaire des échanges commerciaux et des flux de capitaux entre

les pays au cours des dernières années a entraîné une forte hausse du nombre des transactions que les entreprises et les ménages effectuent avec l'étranger. Il en a résulté une augmentation naturelle de la demande de monnaies étrangères, même dans les économies les plus grandes et les mieux dirigées. On pourrait faire valoir que la mondialisation tend à réduire la taille des économies, de sorte qu'elles pourraient bientôt toutes ressembler aux petites économies très ouvertes (décrites plus haut) qui ont déjà opté officiellement pour la dollarisation. Toutefois, il faudra beaucoup de temps pour que le volume des transactions avec l'étranger devienne suffisamment important dans la majorité des pays industrialisés pour ressembler à ce que l'on observe dans les économies officiellement dollarisées. D'ici là, la plupart des transactions intérieures continueront d'être réglées dans la monnaie nationale.

Il convient aussi de ne pas confondre la dollarisation avec la diversification. Le fait que les investisseurs aient commencé à détenir une portion beaucoup plus grande de leur richesse financière dans des titres étrangers n'est pas nécessairement un signe de désaffection à l'égard de leur monnaie nationale ou de fuite des capitaux. La libéralisation des marchés et la prise de conscience des avantages que comporte la diversification internationale se sont traduites par la multiplication des flux de capitaux bruts qui circulent entre les pays. Partout dans le monde, les investisseurs affichent un faible pour les actifs de leur pays et commencent seulement aujourd'hui à jouir d'un meilleur rapport risque-rendement.

Dans les prochaines sections, nous tenterons de déterminer si l'usage du dollar américain est répandu au Canada en abordant la question successivement sous l'angle des trois grandes fonctions de la monnaie : unité de compte, moyen d'échange et réserve de valeur.

## **Le dollar américain comme unité de compte**

Il existe très peu de données sur la mesure dans laquelle les entreprises et les ménages canadiens utilisent le dollar américain comme unité de compte. Bien que la rareté des données puisse par elle-même attester du caractère peu courant de cette pratique, il y a des raisons de croire que certaines entreprises canadiennes établissent leurs prix et leurs états financiers en dollars américains. On s'attendrait cependant à ce que cette pratique s'applique, de façon générale, seulement aux ventes à l'étranger des entre-

2. À titre d'exemple, signalons Andorre (euro), les îles Anglo-Normandes (livre sterling), les îles Marshall (dollar américain) et les îles Vierges britanniques et américaines (dollar américain).

prises canadiennes ou seulement dans les entreprises qui ont des activités importantes à l'étranger. De même, à l'exception de certains athlètes professionnels et cadres supérieurs d'entreprise qui travaillent dans un cadre international, très peu de Canadiens seraient rémunérés en dollars américains.

Pour mieux connaître la situation au Canada à cet égard, le personnel des bureaux régionaux de la Banque du Canada a mené une enquête en mars et en avril 2002 auprès de 100 entreprises pour savoir si (et dans quels cas) elles établissent leurs prix et leurs états financiers dans une autre monnaie que le dollar canadien. L'échantillon était relativement petit, mais il reflétait, dans la mesure du possible, la répartition sectorielle et régionale des entreprises au sein de l'économie canadienne. (L'enquête sera répétée au cours des prochains mois, et 300 entreprises viendront s'ajouter à celles déjà interrogées<sup>3</sup>.)

### Résultats du sondage

*Q1 : Indiquez-vous vos prix aux clients canadiens en dollars canadiens, en dollars américains ou dans les deux monnaies?*

Comme l'on pouvait s'y attendre, l'établissement des prix en dollars américains est une pratique peu courante dans le cas des ventes effectuées uniquement au Canada. Seulement 6 % des entreprises sondées indiquent leurs prix uniquement en dollars américains (Tableau 1, ligne 1), tandis que 17 % le font dans les deux monnaies. Toutefois, ces 23 entreprises ont aussi tendance à exporter une grande partie de leur production ou à produire des matières premières dont les prix sont fixés en dollars américains sur des marchés situés aux États-Unis (comme le Chicago Mercantile Exchange). Certaines des entreprises exprimant leurs prix dans les deux monnaies ont mentionné qu'elles utilisent une même liste de prix pour leurs clients canadiens et étrangers pour des raisons de commodité. D'autres ont dit agir ainsi à la demande d'entreprises canadiennes qui font partie de chaînes d'approvisionnement en dollars américains ou qui mènent une bonne partie de leurs activités à l'étranger. Dans de nombreux cas, cependant, le prix en dollars canadiens sert de base, ou de véritable unité de compte, pour le calcul du prix en dollars américains.

3. Depuis la rédaction de l'étude qui est résumée ici, une deuxième enquête a été menée auprès de 100 nouvelles entreprises. Les résultats sont similaires, sur le plan qualitatif, à ceux obtenus initialement et ils corroborent à certains égards encore davantage la non-dollarisation du Canada. Une note technique synthétisant les résultats de la prochaine enquête, qui sera effectuée auprès de 400 entreprises, paraîtra l'an prochain.

Tableau 1

### Résultats de l'enquête — Utilisation du dollar américain par les entreprises canadiennes

	Pourcentage des répondants (nombre absolu)*				
	Dollar canadien	Dollar américain	Les deux monnaies	Autre monnaie	Plusieurs monnaies
Q1 : Monnaie d'établissement des prix au pays	77 (76)	6 (6)	17 (17)		
Q2 : Monnaie d'établissement des prix à l'étranger	23 (19)	53 (43)		7 (6)	17 (14)
Q3 : Monnaie d'établissement des états financiers	82 (81)	7 (7)	11 (11)		

\* Quatre-vingt-dix-neuf entreprises ont répondu à la première question, 82 à la deuxième et 99 à la troisième.

Source : Enquête de la Banque du Canada

*Q2 : Indiquez-vous vos prix aux clients étrangers en dollars canadiens, en dollars américains, dans une autre monnaie nationale ou dans plusieurs monnaies?*

Cinquante-trois pour cent des entreprises interrogées indiquent leurs prix en dollars américains pour leurs ventes à l'étranger, et sept pour cent dans une autre monnaie (Tableau 1, ligne 2). Ces pourcentages sont un peu plus faibles que prévu, compte tenu de la forte intégration des économies canadienne et américaine et des résultats antérieurement obtenus par Krugman (1984) et plusieurs autres auteurs qui ont examiné la question dans une perspective internationale<sup>4</sup>.

*Q3 : Vos états financiers sont-ils établis en dollars canadiens, en dollars américains ou dans les deux monnaies?*

Plus de 80 % des entreprises sondées produisent leurs états financiers en dollars canadiens (Tableau 1, ligne 3). Certaines ont mentionné que, comme elles doivent utiliser des dollars canadiens pour des raisons d'ordre fiscal et réglementaire, il est plus avantageux de procéder ainsi. Les sociétés dont les états financiers sont présentés dans les deux monnaies ou seulement en dollars américains sont généralement celles qui ont des activités importantes aux États-Unis ou qui cherchent à se financer sur les marchés de capitaux américains. La plupart de ces entreprises utilisent tout de même le dollar canadien dans leur comptabilité au jour le jour et établissent leurs états financiers en

4. Krugman a constaté que, dans les petits pays, les exportateurs indiquent souvent leurs prix à l'exportation dans la monnaie d'un grand partenaire commercial et que, dans tous les pays, les prix des exportations de produits de base sont habituellement fixés en dollars américains.

dollars américains par simple conversion de leurs états financiers en dollars canadiens.

### *Autres données*

Les entreprises multinationales et les sociétés dont les actions sont inscrites à des bourses américaines doivent généralement produire des états financiers en dollars américains. De plus, certaines actions négociées à la Bourse de Toronto sont cotées en dollars américains plutôt qu'en dollars canadiens<sup>5</sup>. Cela peut aider à expliquer pourquoi 7 % des entreprises interrogées ont choisi d'établir leurs états financiers en dollars américains et que 11 % les présentent à la fois en dollars canadiens et en dollars américains.

Depuis 10 ans, la proportion des entreprises canadiennes qui sont cotées à la fois à la Bourse de Toronto et à une bourse américaine est passée d'environ 10 % à près de 14 %. Néanmoins, sur le plan de la valeur des transactions, le pourcentage des opérations sur leurs actions qui sont effectuées à des bourses américaines est demeuré relativement constant, à environ 50 %, et affiche une légère tendance à la baisse<sup>6</sup>. En outre, le nombre de sociétés canadiennes dont les actions sont négociées en dollars américains à la Bourse de Toronto, de même que leur importance relative, a diminué au fil des années<sup>7</sup>.

Selon le bulletin *Fact Book* publié par la Bourse de New York, 74 sociétés canadiennes étaient cotées à cette bourse en 2001, pour un volume d'opérations de plus de 152 milliards de dollars américains et une capitalisation boursière d'environ 308 milliards de dollars américains. Bien que ces montants soient considérables et aient fortement progressé depuis cinq ans, il convient de les replacer dans leur contexte<sup>8</sup>. En effet, le nombre des entreprises étrangères inscrites à la Bourse de New York a grimpé de plus de 52 % en cinq ans, et la part des actions canadiennes dans la capitalisation boursière de ces entreprises a reculé, passant de quelque 18 % à 16 %.

---

5. Comme l'on pouvait s'y attendre, un bon nombre des entreprises canadiennes cotées à plusieurs bourses figurent aussi parmi les entreprises inscrites à la Bourse de Toronto et dont le cours de l'action est indiqué en dollars américains.

6. Ce chiffre pourrait sous-estimer l'importance relative des entreprises canadiennes inscrites à des bourses américaines, puisque la capitalisation des entreprises intercotées est souvent supérieure à celle des entreprises cotées seulement à la Bourse de Toronto.

7. Le nombre de sociétés ayant procédé à au moins une émission d'actions cotées à la Bourse de Toronto et libellées en dollars américains a diminué, passant de 56 en 1980 à 52 en 2002.

8. Selon cette même source, 55 entreprises canadiennes étaient cotées à la Bourse de New York en 1996, pour une capitalisation boursière de 60 milliards de dollars É.-U.

---

*Le billet vert n'a réalisé aucune véritable percée [...] et une proportion étonnamment faible des prix, des salaires et des états financiers est établie au Canada en dollars américains.*

---

Les données relatives aux inscriptions à la cote et les résultats de l'enquête décrits plus haut portent à croire que le dollar canadien demeure, et de loin, la principale unité de compte. Le billet vert n'a réalisé aucune véritable percée sur ce plan, et une proportion étonnamment faible des prix, des salaires et des états financiers est établie au Canada en dollars américains.

## **Le dollar américain comme moyen d'échange**

La monnaie remplit aussi la fonction de moyen d'échange. Dans la vie quotidienne, les dollars américains semblent peu servir au règlement des transactions au Canada. Bien que la monnaie américaine soit généralement acceptée dans les commerces de détail, le plus souvent à un taux de change approchant celui du marché, et que les résidents canadiens puissent librement détenir des dépôts bancaires en monnaies étrangères, les Canadiens règlent rarement leurs achats à leurs compatriotes au moyen de dollars américains. Cela peut paraître étonnant pour des observateurs étrangers, étant donné que les économies canadienne et américaine sont fortement intégrées et que 80 % des Canadiens vivent à moins de 160 kilomètres de la frontière des États-Unis.

Les données objectives sur l'utilisation du dollar américain comme moyen d'échange au Canada sont toutefois limitées. Même s'il existe des statistiques sur les dépôts en dollars américains détenus par les Canadiens dans les banques canadiennes et étrangères, aucun organisme canadien ne recueille de renseignements sur le numéraire (pièces de monnaie et billets de banque) en dollars américains détenu par les Canadiens et la mesure dans laquelle celui-ci sert au règlement des transactions au pays.

Dans la présente section, nous examinons deux façons de mesurer le degré d'utilisation des dollars américains pour le règlement des transactions entre Canadiens.

La première méthode, qui fait appel à des données recueillies par la Banque du Canada, consiste à évaluer la part que les dépôts en dollars américains détenus par les Canadiens dans des banques canadiennes représentent dans un agrégat monétaire défini au sens large composé des dépôts en dollars canadiens et en monnaies étrangères (M3 en l'occurrence). Le ratio des dépôts en monnaies étrangères à la masse monétaire au sens large est un indicateur du degré de « dollarisation » qui est couramment employé par le Fonds monétaire international et d'autres organismes. La seconde méthode met à contribution les données des services douaniers américains sur les flux transfrontaliers de numéraire américain. En totalisant les flux nets de dollars américains au fil des ans, on peut estimer le montant du numéraire en dollars américains qui circule au Canada. Bien que ces deux mesures ne soient pas parfaites, aucune n'indique que la monnaie américaine est très utilisée ou qu'elle est de plus en plus utilisée pour régler des transactions effectuées entre Canadiens.

### *Le ratio des dépôts en monnaies étrangères à la masse monétaire au sens large*

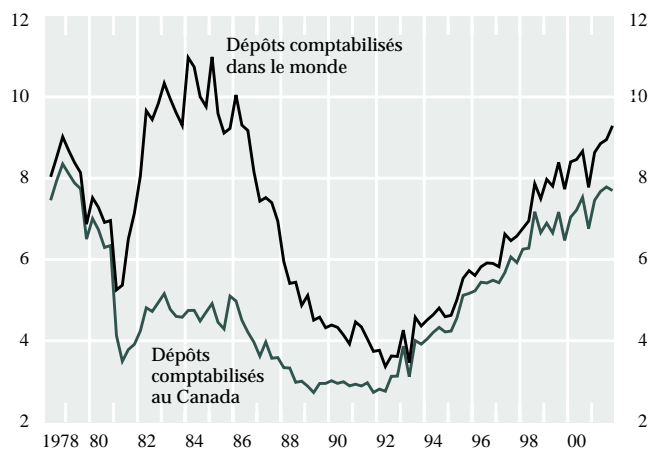
Comme il a été mentionné ci-dessus, la mesure dans laquelle une monnaie étrangère sert au règlement des transactions dans un pays est souvent estimée par le rapport entre les dépôts en monnaies étrangères et la masse monétaire définie au sens large. Ce ratio ne constitue pas une mesure rigoureuse du degré d'utilisation d'une monnaie pour le règlement des transactions puisqu'une certaine partie des dépôts en monnaies étrangères sont détenus à d'autres fins, par exemple comme réserve de valeur. Ce ratio peut aussi être un indicateur biaisé, car il présuppose que les dépôts dans une monnaie étrangère et cette même monnaie sont de proches substituts (Feige et coll., 2000), de sorte que le rapport entre les deux est réputé constant<sup>9</sup>. Cette hypothèse pourrait ne pas être vérifiée dans les pays où les systèmes financiers sont déficients ou rudimentaires, car les résidents de ces pays sont plus enclins à régler leurs achats en espèces qu'avec d'autres moyens de paiement tels que les chèques et les cartes de débit et de crédit.

Le Graphique 1 illustre l'évolution des dépôts en dollars américains détenus par les résidents du Canada dans les banques canadiennes. Les deux courbes représentent les dépôts comptabilisés dans le monde et les dépôts comptabilisés au Canada. Pour

Graphique 1

### **Dépôts en dollars américains des résidents canadiens en pourcentage de M3**

Exprimés en dollars canadiens



Source: Banque du Canada

faciliter la comparaison, ces deux séries ont été converties en dollars canadiens et exprimées en proportion de la masse monétaire définie au sens large (M3). Les deux ratios ont évolué de façon assez similaire durant l'ensemble de la période étudiée, sauf pendant les années 1980, où l'on note des divergences marquées dans leur comportement<sup>10</sup>. Depuis, ils ont fortement augmenté, atteignant en 2001 un peu plus de 9 % pour les dépôts comptabilisés dans le monde et environ 8 % pour les dépôts comptabilisés au Canada, ce qui, dans les deux cas, ne constitue rien d'exceptionnel. En effet, ces ratios ont enregistré des fluctuations importantes depuis 25 ans et, durant la deuxième moitié des années 1970 et la première moitié des années 1980, il leur est arrivé de dépasser les niveaux actuels.

La progression constante des dépôts en dollars américains depuis le début des années 1990 pourrait être attribuable à l'intégration grandissante des économies canadienne et américaine depuis la signature de l'Accord de libre-échange en 1988. L'augmentation des échanges commerciaux avec les États-Unis pourrait avoir accru la demande d'encaisses en dollars américains, en particulier de la part des entreprises canadiennes, qui détiennent plus des deux

9. En d'autres termes, toute variation d'une de ces deux variables, disons les dépôts dans la monnaie étrangère, s'accompagne d'une fluctuation proportionnelle de l'autre, en l'occurrence la monnaie étrangère.

10. L'obligation de tenir des réserves à l'égard des dépôts comptabilisés au Canada mais non de ceux comptabilisés dans le monde explique peut-être une partie des divergences. Ces exigences ont été éliminées durant la première moitié des années 1990.

tiers de l'ensemble des dépôts en monnaies étrangères dans les banques canadiennes.

### Comparaison avec d'autres pays

Le ratio des dépôts en monnaies étrangères à l'ensemble des dépôts est beaucoup plus faible au Canada que dans de nombreux autres pays. Baliño, Bennet et Borensztein (1999) signalent plusieurs pays en développement dont le ratio des dépôts en monnaies étrangères à la masse monétaire au sens large excédait 30 % en 1995 — le seuil à partir duquel ils considèrent qu'une économie est dollarisée. Au nombre de ces pays figurent l'Argentine (44 %), la Bolivie (82 %), la Turquie (46 %) et l'Uruguay (76 %). Les ratios des pays industrialisés allaient de 4,4 %, dans le cas des Pays-Bas, à 21,6 %, pour la Grèce. Le Royaume-Uni affichait un ratio de 15,4 %. Selon cette mesure, le Canada, avec un ratio de seulement 10 % en 2001, ne peut être défini comme une économie dollarisée<sup>11</sup>.

### Déclarations de devises et autres instruments monétaires

Depuis 1980, les services douaniers américains exigent que les particuliers et les entreprises qui transfèrent au moins 10 000 dollars américains en espèces de l'étranger vers les États-Unis ou vice-versa remplissent une déclaration de devises et autres instruments monétaires, sur laquelle ils doivent indiquer le montant, l'origine et la destination du transfert<sup>12</sup>. Ces déclarations sont confidentielles, mais des données globales établies à partir de celles-ci sont périodiquement mises à la disposition des chercheurs. Ces données fournissent un aperçu de la quantité de numéraire américain qui circule à l'extérieur des États-Unis et de sa répartition géographique.

Bien que ces données globales puissent apporter des renseignements utiles sur le degré de dollarisation de divers pays, elles sont faussées par au moins quatre facteurs<sup>13</sup>. Premièrement, seuls les voyageurs qui entrent aux États-Unis sont tenus de passer à la douane. Par conséquent, les sorties de numéraire américain sont vraisemblablement sous-estimées. Deuxièmement, les transferts de moins de 10 000 dollars américains n'ont pas à être déclarés. Ce facteur est particulièrement important dans le cas du Canada, vu

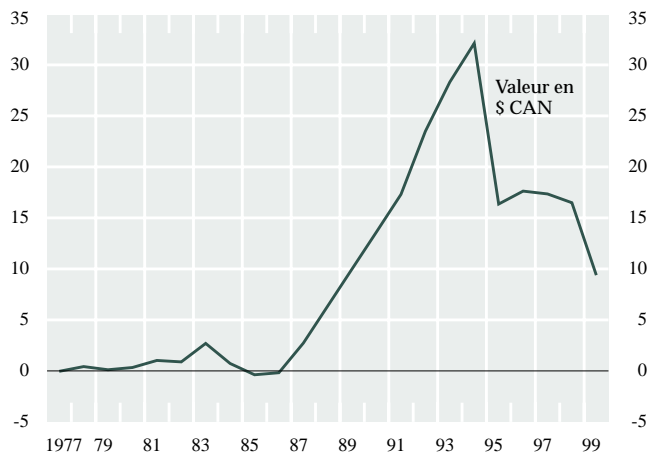
sa proximité avec les États-Unis et le grand nombre de voyages que les Canadiens effectuent chaque année dans ce pays. Troisièmement, il est probable qu'un certain nombre de transferts dépassant 10 000 dollars américains ne sont pas signalés ou font l'objet d'une déclaration inexacte, en particulier ceux liés à des activités illicites. Quatrièmement, comme ce mécanisme de déclaration a été instauré en vue de contrôler les mouvements individuels de fonds, et non en vue de livrer un aperçu général des flux de devises, des erreurs peuvent se glisser dans l'établissement des données globales.

Malgré ces défauts, les données globales des services douaniers américains dressent un intéressant portrait des flux transfrontaliers de dollars américains et donnent une idée de l'ampleur de la demande nette de numéraire américain à l'extérieur des États-Unis. Des sorties nettes importantes et continues de numéraire américain vers un pays sont un signe que des dollars américains sont utilisés pour le règlement de transactions (et probablement aussi à d'autres fins) par des particuliers et des entreprises de ce pays.

Le Graphique 2 montre les entrées nettes cumulatives de dollars américains au Canada de 1977 à 1999 calculées à partir des données douanières américaines et exprimées en pourcentage du numéraire canadien en circulation. Les entrées nettes ont totalisé environ

Graphique 2

**Entrées nettes cumulatives de dollars américains (selon les données des services douaniers américains) en pourcentage des pièces de monnaie et des billets de banque canadiens en circulation**



Nota : Déclarations de devises et autres instruments monétaires recueillies par les services douaniers américains; avant 1981, billets de banque seulement.

Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis; Banque du Canada — b251 (billets de banque); Monnaie royale canadienne; Memorandum of Subsidiary Canadian Coin in Circulation (pièces de monnaie)

11. Les dépôts en dollars américains représentent environ 9 % de M3, auquel il faut ajouter un point de pourcentage pour les dépôts dans les autres monnaies étrangères.

12. Les services douaniers américains recueillent ces déclarations depuis 1977. Le seuil de déclaration, qui était de 5 000 dollars américains au départ, a été porté à 10 000 dollars américains en 1980.

13. Voir Porter et Judson (1996).

trois milliards de dollars américains sur l'ensemble de la période et se sont concentrées durant la deuxième moitié des années 1980 et la première moitié des années 1990<sup>14</sup>. La demande de numéraire américain a chuté au cours de la seconde moitié des années 1990, des sorties nettes importantes ayant été enregistrées pour trois des cinq années de la période se terminant en 1999<sup>15</sup>.

Après avoir oscillé autour de zéro jusqu'au milieu des années 1980, le ratio du numéraire américain au numéraire canadien s'est progressivement accru durant la seconde moitié des années 1980 et la première des années 1990, jusqu'à ce qu'il atteigne un sommet de plus de 30 % en 1994, un niveau étonnamment élevé. Ce ratio était cependant retombé à environ 9 % en 1999, la dernière année pour laquelle on dispose de données.

La raison de la hausse temporaire de la demande de numéraire américain durant cette période ne saute pas immédiatement aux yeux. Le fait que cette hausse soit survenue à une époque où le cours du dollar canadien augmentait ou était relativement élevé par rapport au dollar américain ajoute au mystère. À première vue, les données semblent accréditer une utilisation accrue du dollar américain par les Canadiens, du moins de façon temporaire. Mais le fait que leurs dépôts en dollars américains aient diminué au cours de la période contredit cette interprétation.

*On observe une forte corrélation positive entre le numéraire américain détenu par les Canadiens et le magasinage transfrontalier durant les dernières années de la décennie 1980 et les premières années de la décennie 1990.*

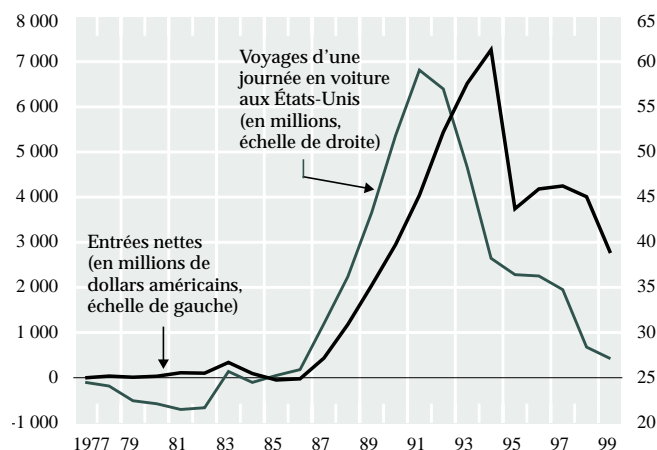
14. Le montant total du numéraire américain en circulation au Canada serait plus élevé que le total des entrées nettes, car des dollars américains y circulaient sûrement avant l'année 1977, point de départ de la série. Nous pouvons néanmoins supposer que ce numéraire représentait un faible montant, compte tenu des flux négligeables enregistrés entre les deux pays durant la deuxième moitié des années 1970 et la première moitié des années 1980.

15. Selon des données récentes de la Banque fédérale de réserve de New York, qui surveille les transferts transfrontaliers de devises par les grandes banques new-yorkaises, les sorties nettes appréciables de dollars américains (c.-à-d. du Canada vers les États-Unis) ont continué en 2000 et en 2001.

La demande accrue de numéraire américain par les Canadiens serait vraisemblablement liée à une augmentation de leurs transactions avec des résidents américains plutôt qu'avec des résidents canadiens. La deuxième moitié des années 1980 et le début des années 1990 ont été marqués par une hausse constante des voyages d'une journée aux États-Unis effectués en voiture par les Canadiens, ceux-ci profitant de la force relative de leur monnaie pour faire des achats dans des villes américaines frontalières. Comme les établissements commerciaux aux États-Unis n'acceptent généralement que la monnaie de ce pays, il en aurait résulté un accroissement de la demande de numéraire américain de la part des Canadiens<sup>16</sup>. Le nombre de voyages d'une journée aux États-Unis est passé de 25 millions en 1986 à un sommet d'environ 58 millions en 1991. Ce nombre a par la suite diminué en raison de l'affaiblissement du dollar canadien, de telle sorte qu'en 1999, il était pratiquement revenu au niveau de 1986. Le Graphique 3 fait ressortir une forte corrélation positive entre le numéraire américain détenu par les Canadiens et le magasinage transfrontalier durant les

**Graphique 3**

**Entrées nettes cumulatives de dollars américains au Canada (selon les données des services douaniers américains) et voyages d'une journée aux États-Unis**



Nota : Déclarations de devises et autres instruments monétaires recueillies par les services douaniers américains  
Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis; Statistique Canada — Voyages en voiture, V129491

16. Les banques canadiennes approvisionnant les voyageurs canadiens en monnaie américaine achètent celle-ci auprès de banques établies aux États-Unis, qui remplissent à leur tour une déclaration de devises et autres instruments monétaires (pour les achats d'un montant supérieur à 10 000 dollars américains) dans laquelle elles indiquent une sortie de dollars américains vers le Canada.

dernières années de la décennie 1980 et les premières années de la décennie 1990<sup>17</sup>.

La diminution du magasinage transfrontalier ne coïncide pas exactement avec le recul des avoirs canadiens en numéraire américain qu'indiquent les données des services douaniers. Les voyages d'une journée effectués aux États-Unis ont plafonné environ deux ans plus tôt que le numéraire américain détenu par les Canadiens. Même si personne ne s'attendait à ce que ces deux baisses coïncident parfaitement, il se peut que la demande de numéraire américain au Canada ait été influencée par un autre phénomène temporaire, à savoir la contrebande des produits du tabac.

Au début des années 1990, l'imposition de taxes d'accise très élevées sur les produits du tabac par le gouvernement fédéral et les provinces ont mené à une forte expansion de la contrebande transfrontalière, principalement dans l'Est et le Centre du Canada. Les produits du tabac fabriqués au Canada étaient exportés en franchise de taxe à des grossistes américains. Ils étaient ensuite revendus à des Canadiens et réintroduits illégalement au Canada. La contrebande avait pris à cette époque une ampleur énorme. Le gouvernement fédéral a estimé que les ventes en contrebande représentaient environ 40 % des ventes totales de produits du tabac (12,4 milliards de dollars) en 1993, comparativement à seulement 5 % en 1990 (Cabinet du Premier ministre, 1994).

Étant donné leur caractère illégal, il est raisonnable de penser que ces achats en contrebande étaient réglés en espèces et, puisque les vendeurs résidaient aux États-Unis, en dollars américains<sup>18</sup>.

Certes, il ne s'agit là que d'éléments de preuve indirects, mais il est plausible que l'augmentation marquée quoique temporaire des entrées de numéraire américain au Canada qui a été observée pendant les dernières années de la décennie 1980 et les premières années de la décennie suivante soit imputable à l'essor des achats outre-frontière licites et illicites. La demande de numéraire américain a ensuite fléchi sous l'effet de

17. Les Canadiens ne vont probablement pas magasiner aux États-Unis avec 10 000 dollars américains ou plus en poche. Ils n'auraient donc pas à remplir de déclaration de devises avant d'entrer aux États-Unis. Par conséquent, les données des services douaniers américains auraient tendance à surestimer le montant du numéraire américain en circulation au Canada.

18. Comme dans le cas des achats outre-frontière, il est très peu probable que les transferts transfrontaliers de numéraire américain associés à ces achats illicites aient été signalés dans des déclarations de devises. Ici encore, les données des services douaniers américains auraient donc tendance à surestimer le montant du numéraire américain en circulation au Canada.

la dépréciation du dollar canadien, qui a réduit l'attrait des achats outre-frontière licites, et immédiatement après la baisse des taxes d'accise sur le tabac en 1994, qui a découragé la contrebande de ce produit.

## Le dollar américain comme réserve de valeur

La monnaie a une troisième fonction : celle de réserve de valeur. Dans quelle proportion les Canadiens investissent-ils leur épargne dans des titres libellés en dollars américains et comment cette proportion a-t-elle évolué dans le temps? Dans quelle monnaie les Canadiens choisissent-ils d'emprunter et comment ce choix a-t-il évolué dans le temps? Nous examinerons ci-dessous les deux côtés du bilan des Canadiens.

### Actif des Canadiens

Le Tableau 2 présente une estimation de la répartition par devise des portefeuilles des fonds communs de placement, des caisses de retraite et des autres fonds en gestion commune au Canada durant les années 1997 à 2000. La proportion des avoirs libellés en dollars canadiens a diminué progressivement, tombant de 75 % en 1997 à 67 % en 2000, et celle des avoirs libellés en monnaies étrangères est passée de 24 % à 32 %. La part des avoirs en dollars américains est passée de 13 % à 19 % sur la même période. Ces chiffres concordent avec les données à long terme, selon lesquelles l'actif libellé en monnaies étrangères des caisses de retraite a eu tendance à augmenter au cours des 10 dernières années. Cette hausse tendancielle est en partie attribuable aux modifications du plafond des avoirs étrangers que peuvent détenir les fonds de placement bénéficiant d'un régime fiscal avantageux.

Tableau 2

### Avoirs en actions et en obligations des fonds communs de placement, des caisses de retraite et des autres fonds en gestion commune

Répartition de l'actif portefeuilles par monnaie, en pourcentage

Monnaie	1997	1998	1999	2000
Dollar canadien	75	72	68	67
Dollar américain	13	15	17	19
Autre monnaie	6	7	7	9
Monnaie indéterminée*	5	5	8	4
Total	100	100	100	100

Nota : Les actions et les obligations canadiennes sont réputées libellées à 100 % en dollars canadiens, et les actions et les obligations américaines à 100 % en dollars américains.

\* Cette catégorie ne comprend que des avoirs libellés en monnaies étrangères.  
Source : Statistique Canada



Bien que les Canadiens puissent acheter des titres étrangers sans autres restrictions, le gouvernement fédéral limite la proportion dans laquelle les caisses de retraite, ainsi que les fonds communs de placement dont les parts peuvent être détenues dans le cadre de régimes de pension agréés, peuvent investir dans des titres étrangers. Ce plafond, qui a été fixé à 10 % en 1991, a successivement été relevé à 20 % en 1994 et à 30 % en janvier 2001.

### *Comparaison avec d'autres pays*

Le cas du Canada n'est pas unique. Les caisses de retraite de tous les grands pays ont accru leurs placements sur les marchés étrangers au cours des dernières années, et cette tendance devrait se poursuivre. Les caisses de retraite canadiennes semblent même placer une plus faible part de leurs avoirs sur les marchés étrangers que ce n'est la pratique ailleurs, en partie à cause des restrictions sur le contenu étranger imposées par le gouvernement fédéral. En effet, dans certains petits pays industrialisés où ces limitations n'existent pas (comme l'Irlande et les Pays-Bas), la proportion des valeurs étrangères détenues par les caisses de retraite approche les deux tiers. Au Royaume-Uni (où ces restrictions n'existent pas non plus), cette proportion s'établissait à 27 % en 2000 (InterSec Research Corporation, 2001).

---

*Les caisses de retraite canadiennes semblent placer une plus faible part de leurs avoirs sur les marchés étrangers que ce n'est la pratique ailleurs.*

---

L'internationalisation croissante des portefeuilles des caisses de retraite est due à plusieurs facteurs : l'assouplissement des restrictions sur le contenu étranger, l'amélioration de l'information divulguée sur les sociétés étrangères (d'où une diminution des coûts de transaction et de suivi) et, facteur le plus important, la volonté accrue de diversification. La diversification internationale peut simultanément augmenter les rendements et réduire les risques encourus si les caisses de retraite investissent dans des pays où les rendements sont relativement peu corrélés avec ceux offerts dans l'économie nationale.

Il semble donc, à la lumière de l'analyse qui précède, que la hausse de la proportion des avoirs libellés en dollars américains dans l'actif des Canadiens s'explique davantage par l'assouplissement des restrictions imposées par les autorités et la diversification des portefeuilles que par la dollarisation.

### *Passif des Canadiens*

Bien que les prêts en monnaies étrangères accordés par les banques canadiennes aux consommateurs canadiens aient eu tendance à progresser légèrement en dollars courants depuis 20 ans, ils représentaient moins de 1 % de l'ensemble des prêts à la consommation des banques canadiennes en 2001, soit la même proportion qu'en 1981.

Les prêts en monnaies étrangères des banques canadiennes aux entreprises nationales ont eux aussi augmenté quelque peu, en dollars courants, au cours des 20 dernières années. Et, comme dans le cas des prêts à la consommation, leur proportion par rapport à l'ensemble des prêts aux entreprises est demeurée pratiquement la même qu'il y a 20 ans, soit environ 18 %.

Par contre, les émissions d'obligations en dollars américains par les entreprises canadiennes ont connu un essor marqué depuis 25 ans. Par conséquent, le ratio des obligations en dollars canadiens (et en eurodollars canadiens) à l'encours total des obligations émises par les sociétés canadiennes est tombé de 80 % en 1975 à 46 % en 2001. Sur cette même période, le pourcentage des obligations en dollars américains est passé de 19 % à 49 %.

Il est intéressant de noter, toutefois, que l'importance relative des émissions d'obligations en dollars canadiens placées au Canada est restée stable globalement depuis 1985, les obligations en dollars américains ayant progressé aux dépens des titres libellés dans d'autres monnaies et des obligations en eurodollars canadiens. La diminution de l'importance relative de ces dernières tient vraisemblablement à une baisse de l'intérêt des investisseurs outremer à l'endroit des obligations en dollars canadiens par suite de la dépréciation du dollar canadien tout au long des années 1990 et du rétrécissement des écarts entre les taux d'intérêt canadiens et américains, voire de leur renversement en faveur de ces derniers<sup>19</sup>.

---

19. Certains de ces achats d'obligations en eurodollars canadiens étaient sans doute couverts au moyen de produits dérivés ou constituaient une forme de couverture naturelle contre les variations des recettes d'exportation établies en dollars américains.

Contrairement aux obligations, une proportion élevée (86 %) des actions émises par les sociétés canadiennes en 2001 a été placée au Canada et libellées en dollars canadiens. Les émissions d'actions placées au Canada mais libellées dans une monnaie étrangère sont rares.

## Conclusions

Un grand nombre des inquiétudes suscitées par une éventuelle dollarisation imminente de l'économie canadienne nous apparaissent non fondées. Le dollar canadien continue d'être la principale monnaie utilisée comme unité de compte, moyen d'échange et réserve de valeur au Canada. Rien ne permet de croire non plus qu'il pourrait être supplanté à ce titre par le dollar américain dans un avenir prévisible.

Les prix de la plupart des biens et des services sont affichés exclusivement en dollars canadiens au Canada. De plus, les sociétés établissent leurs états financiers en dollars canadiens, à moins qu'elles ne soient inscrites à la cote d'une bourse américaine. En un mot, le dollar américain est rarement utilisé comme unité de compte dans le cas des transactions effectuées entre Canadiens. Il servirait également peu de moyen d'échange, car rien n'indique que les Canadiens règlent leurs transactions avec leurs compatriotes en dollars américains.

C'est uniquement à titre de réserve de valeur que l'utilisation du dollar américain progresse. Il semble que les ménages canadiens détiennent une proportion plus grande que jamais de leur portefeuille dans des titres libellés en dollars américains. Il s'agit toutefois d'un phénomène mondial. D'après la plupart des mesures tirées de modèles types de portefeuille, les Canadiens investissent peu dans les titres libellés en monnaies étrangères comparativement aux résidents d'autres pays industrialisés.

Il est vrai également que les entreprises canadiennes empruntent davantage en dollars américains, mais la proportion de leur financement obtenue sur les marchés intérieurs est pratiquement la même qu'il y a 15 ans. De même, la part du financement par émission d'actions qui est recueillie sur les marchés canadiens s'est maintenue, voire accrue, depuis le milieu des années 1990.

En conclusion, rien ne montre que les Canadiens ont perdu confiance dans leur monnaie et commencé à adopter le dollar américain. Et il est probable qu'il en sera ainsi tant que la politique monétaire canadienne continuera de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable.

---

## Ouvrages et articles cités

Baliño, T., A. Bennet et E. Borensztein (1999). *Monetary Policy in Dollarized Economies*, Occasional Paper n° 171, Washington (D.C.), Fonds monétaire international.

Bourse de New York (1996). *Fact Book*, New York, NYSE.

----- (2001). *Fact Book*. Document accessible dans le site Web de la Bourse de New York, à l'adresse <<http://www.nyse.com/press/press.html>>.

Cabinet du Premier ministre (1994). « Plan gouvernemental de lutte contre la contrebande », Chambre des communes, 8 février.

Feige, E., M. Faulend, V. Sonje et V. Sosi (2000). « Currency Substitution, Unofficial Dollarization and Estimates of Foreign Currency Held Abroad: The Case of Croatia », Banque nationale de Croatie, photocopie.

InterSec Research Corporation (2001). *Global Pension Study*, mai.

Krugman, P. (1984). « The International Role of the Dollar: Theory and Prospect ». In : *Exchange Rate Theory and Practice*, sous la direction de J. F. O. Bilson et R. C. Marston, Chicago, University of Chicago Press, p. 261-280.

McKinnon, R. (1963). « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 53, n° 4, p. 717-725.

Porter, R., et R. Judson (1996). « The Location of U.S. Currency: How Much Is Abroad? », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 82, n° 10, p. 883-903.

U.S. Congress Joint Economic Committee (2000). « Basics of Dollarization », Washington, U.S. Congress.