

CA1
EA533
94P01
FRE
ex.1
DOCS

***Ministère des Affaires étrangères
et du Commerce international***

GRUPE DES POLITIQUES

N° 94/01

**Effets de l'intégration des marchés financiers
sur le commerce et la politique commerciale**

par

**James McCormack
Analyste des politiques
Direction des politiques économique et commerciale
Groupe des politiques**

(Février 1994)

Les documents du Groupe des politiques sont préparés dans le but de stimuler la discussion parmi les responsables de la politique étrangère à propos de tendances internationales et de sujets particuliers. Les opinions qui y sont émises ne constituent pas des prises de position du Gouvernement du Canada.

On est prié d'adresser les commentaires ou les demandes de renseignements se rapportant au présent document au Groupe des politiques (CPB), Affaires étrangères et Commerce international Canada, 125, promenade Sussex, Ottawa (Ontario) K1A 0G2 [tél. : (613) 944-0637; téléc. : (613) 944-0375]. On peut se procurer des exemplaires du document auprès d'InfoEx (BPTÉ), par télécopieur au (613) 996-9709 (référence : code SP35A).

This paper is also available in English.

DOCUMENTS DU GROUPE DES POLITIQUES - POLICY STAFF PAPERS

Récents documents sur des questions économiques et de politique commerciale :
Recent papers on Economic and Trade Policy Issues :

A) DOCUMENTS SUR LA POLITIQUE COMMERCIALE :

1. La mondialisation et la politique officielle au Canada : à la recherche d'une paradigme, par Keith H. Christie. Document n° 93/01 (janvier 1993).*
2. Trade and the Environment : Dialogue of the Deaf or Scope for Cooperation?, par Michael Hart et Sushma Gera. Document n° 92/11 (juin 1992).
3. La mondialisation : Incidence sur la dynamique du commerce et de l'investissement, par Dennis Seebach. Document n° 93/07 (juin 1993).*
4. Le contrôle des fusionnements à l'heure de la libéralisation des échanges : convergence ou coopération?, par Nicolas Dimic. Document n° 93/09 (août 1993).*
5. Les consortiums technologiques : le dilemme du prisonnier?, par Rhoda Caldwell. Document n° 93/10 (août 1993).*
6. La durée optimale des brevets dans une économie commerciale : matériaux pour l'avenir de la politique commerciale, par I. Prakash Sharma. Document n° 93/12 (octobre 1993).*
7. L'émergence d'une politique commerciale stratégique : chacun pour soi et dieu pour tous, par I. Prakash Sharma et Keith H. Christie. Document n° 93/14 (décembre 1993).
8. Mesures de conformité et règlement des différends dans les accords environnementaux internationaux : deux poids, deux mesures, par Keith H. Christie. Document n° 93/15 (décembre 1993).*
9. Japan Trading Corp : Getting the Fundamentals Right, par I. Prakash Sharma. Document n° 93/16 (décembre 1993).
10. Effets de l'intégration des marchés sur le commerce et la politique commerciale, par James McCormack. Document n° 94/01 (février 1994).
11. La nouvelle Jérusalem : la mondialisation, la libéralisation du commerce et certaines incidences sur la politique canadienne du travail, par Rob Stranks. Document n° 94/02 (février 1994).*
12. Competition Policy Convergence : The Case of Export Cartels, par William Ehrlich. (À paraître).

EFFETS DE L'INTÉGRATION DES MARCHÉS SUR LE COMMERCE ET LA POLITIQUE COMMERCIALE

Résumé	3
Executive Summary	6
1. Introduction	9
2. L'internationalisation des marchés de capitaux	10
2.1 Évolution contemporaine des marchés mondiaux de capitaux ...	10
2.2 Importance de l'intégration des marchés financiers pour le Canada	12
3. Intégration des marchés financiers et politique économique	13
3.1 Politique monétaire	13
3.2 Politique budgétaire	14
4. Les conséquences au plan du commerce	15
4.1 Meilleur accès au capital pour les pays en développement	15
4.2 Rôle du taux de change	16
4.3 Volatilité des taux de change et commerce	17
4.3.1 Fluctuations à court terme	18
4.3.2 Distorsions plus prolongées	19
4.3.3 Arguments en faveur de mesures de protection	24
4.3.4 La volatilité des taux n'a pas que des inconvénients	24
4.4 Le pour et le contre des unions monétaires	25
4.4.1 Zones de libre-échange et unions monétaires	26
4.5 Instruments financiers de protection	27
4.6 Le commerce international des services financiers	29
4.6.1 Nature du marché international des services financiers ...	29
4.6.2 L'intégration des marchés financiers favorise l'expansion du commerce	29
4.6.3 L'expérience récente du Canada	30

Dept. of External Affairs
Min. des Affaires extérieures

AUG 7 1996
AOUT

5.	Les conséquences au plan de la politique commerciale	31
5.1	De la concertation entre institutions internationales et autorités nationales	31
5.2	Les enjeux à venir	32
5.2.1	Un taux de change fixe?	32
5.2.2	Volatilité des taux de change et promotion des exportations	32
5.2.3	L'internationalisation des institutions financières favorise les exportations	34
5.2.4	Accès aux marchés et commerce international des services financiers	34
5.2.5	L'avenir du commerce international des services financiers	36
5.2.6	L'avenir du commerce des services financiers : le point de vue du Canada	38
	Bibliographie	40

RÉSUMÉ

L'intégration des marchés financiers se fait en même temps au plan national et international. Dans le contexte national, l'offre de services financiers devient moins diffuse. Un plus grand nombre de firmes peuvent offrir plus de produits à un plus grand nombre de clients nationaux et étrangers. L'intégration internationale des marchés financiers reflète le libre mouvement international des capitaux.

Les relations qui existent entre les flux internationaux de capitaux, les fluctuations des taux de change, l'intégration des marchés financiers et la politique commerciale sont généralement négligées par la théorie économique, tout comme par les responsables de la politique commerciale. Pourtant, avec des investissements étrangers de plus de 250 milliards \$CAN dans les actions et obligations canadiennes et plus de 25 milliards \$ en opérations quotidiennes de change impliquant le dollar canadien, nos marchés financiers internationalement intégrés ont nettement eu d'importantes incidences sur l'économie et sur la politique commerciale.

Si la tendance à l'ouverture et à l'intégration internationale plus poussées des marchés financiers n'a pas réduit l'efficacité de la politique monétaire, surtout au Canada, une assez longue période d'intégration financière avec les États-Unis a quelque peu réduit l'efficacité de la politique fiscale. Le libre mouvement du capital et la capacité des gouvernements d'emprunter sur les marchés internationaux ont toutefois accru le nombre des options de financement par déficit.

Dans la mesure où les marchés financiers internationalement intégrés et assujettis à un régime de change flexible supposent un certain degré de variabilité imprévisible des taux de change, les firmes engagées dans le commerce international de biens et de services sont confrontées à un risque financier que n'ont pas à assumer les firmes limitant leurs activités aux marchés intérieurs. Certains instruments financiers ont été conçus pour aider les firmes à gérer certains des risques associés au commerce international, surtout le risque de change. Ces instruments — ou «couvertures» — sont également offerts aux petites et grandes sociétés de commerce puisque les institutions financières qui les structurent sont autant préoccupées par la devise en cause (elles préfèrent une grande devise et un marché liquide) que par l'importance monétaire de la couverture. Les petites entreprises, toutefois, font face à d'autres problèmes avant de pouvoir exporter.

Les exportateurs qui sont confrontés à des fluctuations de change — comme une appréciation de la monnaie nationale — et qui choisissent de les absorber plutôt que de modifier leur prix à l'exportation pourront se voir exposés à des mesures antidumping. La menace d'une action antidumping contre une firme qui applique une stratégie de prix rationnelle pour maintenir sa part du marché des exportations

souligne l'inadéquation de la mesure antidumping comme moyen de mener les relations commerciales en rapport avec les pratiques des entreprises.

L'hystérésis commerciale désigne un changement permanent dans la structure ou le volume des échanges à la suite d'une modification temporaire — mais parfois prolongée — du taux de change. On a soutenu que la surévaluation du dollar canadien entre 1989 et 1991 a provoqué le déclin permanent du secteur manufacturier en réduisant les exportations; mais des recherches poussées n'ont pas permis de confirmer l'hypothèse de l'hystérésis. Le ministère des Affaires étrangères et du Commerce international craint toujours la possibilité que des désalignements prolongés des taux de change ne favorisent le protectionnisme chez certains de nos partenaires commerciaux. Les firmes étrangères incapables de concurrencer les exportateurs canadiens en raison d'une baisse temporaire de la valeur du dollar canadien pourraient par exemple exercer des pressions pour que d'autres gouvernements restreignent les importations depuis le Canada.

Certains sont d'avis que, pour éviter l'incertitude associée à la variabilité des taux de change et éliminer les obstacles au commerce qui en résultent, il faudrait maintenir la fixité du taux de change entre les proches partenaires commerciaux, surtout dans les zones de libre-échange. Il a été périodiquement proposé de maintenir un taux fixe entre le dollar canadien et le dollar américain, ou d'utiliser la même monnaie dans les deux pays. Toutefois, la cession de souveraineté politique et économique associée à une monnaie commune est une question tellement sensible que le Canada ne va probablement pas la négocier dans l'avenir prévisible. La meilleure façon de promouvoir un environnement dans lequel la variabilité des taux de change préoccupe moins nos sociétés de commerce est d'appuyer la politique de stabilité des prix appliquée par la Banque du Canada. Cela est particulièrement important étant donné la tendance mondiale à réduire l'inflation.

L'industrie des services financiers est tout particulièrement affectée par l'internationalisation des marchés financiers. Le commerce des services financiers a été rapidement intégré aux accords commerciaux internationaux — comme le montrent l'ALE, l'ALENA et le GATS. Pour pouvoir tirer pleinement avantage des possibilités offertes par l'intégration des marchés financiers, les institutions financières doivent avoir accès aux marchés étrangers pour y implanter des établissements locaux. Les banques canadiennes sont tout particulièrement intéressées par le vaste marché américain. Même si l'ALENA libéralise peu, dans l'immédiat, le commerce des services financiers entre le Canada et les États-Unis, les firmes canadiennes pourront profiter de toute libéralisation future à l'intérieur des États-Unis (comme la levée des restrictions sur les opérations bancaires inter-états); et elles peuvent dès maintenant se prévaloir d'une procédure structurée pour le règlement des différends entre gouvernements.

L'établissement direct de succursales de banques étrangères n'est pas interdit au Japon, mais la simplification de la procédure d'octroi des permis qu'administre le ministère des Finances serait une heureuse initiative. L'agrément unique de l'Union européenne pour les services financiers pourrait faire que nos institutions ont encore plus de difficulté à livrer concurrence sur ce marché. Si le modèle allemand de la banque universelle gagne encore en popularité, il se pourrait que les institutions financières étrangères se voient incapables de soutenir la concurrence de réseaux bancaires européens importants et efficaces.

Le modèle de la banque universelle soulève aussi certaines questions touchant la capacité des sociétés non financières de soutenir la concurrence internationale. Il reste à déterminer si les étroites alliances intra-société que l'on retrouve typiquement en Allemagne et au Japon donnent des avantages particuliers aux entreprises nationales. On peut par exemple s'interroger sur l'existence d'un avantage concurrentiel pour les firmes japonaises dont les importantes ressources en capital générées par leurs liens formels avec les milieux bancaires leur permettent de projeter leurs investissements sur le plus long terme. Si tel est le cas, on peut se demander si le Canada devrait appuyer la réforme du système japonais, ou s'il devrait plutôt adapter son approche réglementaire pour permettre ce type de participations croisées au capital. Ce sont là des questions qui méritent d'être approfondies.

Étant donné l'intégration des marchés internationaux et la tendance des institutions financières (comme les banques) à fournir des services précédemment réservés à d'autres types d'institutions financières (comme les courtiers en valeurs mobilières), on peut s'attendre à une harmonisation encore plus prononcée des règles touchant le capital. En outre, on verra probablement un resserrement de la supervision nationale et internationale des institutions financières.

Les réformes réglementaires de 1992 permettent aux institutions financières canadiennes d'offrir la plupart des services directement, ou par l'entremise de succursales ou de réseaux. Cela a grandement aidé nos institutions financières à soutenir la concurrence internationale. Mais il reste certains services que les banques ne sont pas encore autorisées à offrir; de plus, le régime d'assurance-dépôts a besoin d'être révisé, et l'ensemble des réglementations fédérales et provinciales reste complexe. Puisque le gouvernement s'est engagé à revoir les réformes de 1992 d'ici juin 1997, et à chaque dix ans par après, certains de ces problèmes seront abordés dans l'optique d'un renforcement de la compétitivité internationale des institutions financières canadiennes.

EXECUTIVE SUMMARY

The integration of financial markets is taking place domestically and internationally. In the domestic context, the provision of financial services is becoming less diffuse. More firms are able to offer more products to more customers, both domestic and international. The international integration of financial markets is a reflection of the free flow of capital across borders.

The relationships between international capital flows, exchange rate movements, financial market integration and trade policy tend to be overlooked by economic theory and trade policy makers alike. Yet, with foreign investment in Canadian stocks and bonds at over C\$250 billion, and daily foreign exchange volumes involving the Canadian dollar topping \$25 billion, Canada's internationally integrated financial markets clearly have important implications for the economy and trade policy.

While the trend towards more open and internationally integrated financial markets has not diminished the effectiveness of monetary policy, particularly in Canada, where there is a relatively long history of financial integration with the U.S., it has resulted in fiscal policy becoming somewhat less effective. The free flow of capital, and the ability of governments to borrow in international markets, however, has increased the options available for deficit financing.

To the extent that internationally integrated financial markets -- when combined with a flexible exchange rate regime -- involve a degree of unpredictable exchange rate variability, firms engaged in the international trade of goods and services face a financial risk not shared by firms active solely in domestic markets. A number of financial instruments have been developed to help firms manage some of the risks associated with international trade, particularly currency risk. Such instruments -- known as hedges -- are equally available to small and large trading enterprises, since the financial institutions that arrange hedges are as concerned with the currency involved (preferring a major currency with a liquid market) as they are with the size, or dollar value, of the hedge. Small enterprises, however, face other export readiness difficulties.

When exporters are faced with exchange rate variability, such as an appreciation of the domestic currency, and they chose to absorb the exchange rate fluctuations rather than alter their export price, they could be exposed to anti-dumping actions. The threat of anti-dumping for a firm following a rational pricing strategy in order to maintain market share in the export market underlines the inadequacy of anti-dumping as a means of conducting trade relations as they relate to corporate behaviour.

Trade hysteresis refers to a permanent change in the pattern or volume of trade following a temporary -- though sometimes prolonged -- change in the exchange rate. Although it has been argued that between 1989 and 1991 the overvalued Canadian dollar led to a permanent decline in the manufacturing sector by reducing exports, extensive research has failed to confirm the hysteresis hypothesis. A pressing concern to the Department of Foreign Affairs and International Trade is the possibility that prolonged exchange rate misalignments could result in calls for protection in some of our trading partners. If, for example, foreign firms are unable to compete with Canadian exporters due to a temporary decline in the Canadian dollar, they might put pressure on other governments to restrict imports from Canada.

In order to avoid the uncertainty of exchange rate variability and eliminate the resulting impediment to trade, some would argue that the exchange rate between close trading partners, especially in free trade areas, should be fixed. Periodically, it has been proposed that the Canadian dollar be fixed to the U.S. dollar, or that the two countries should share a common currency. However, the surrender of political and economic sovereignty associated with a common currency is such a sensitive issue, that it is not likely to be the subject of any negotiated trade agreement involving Canada until well into the foreseeable future. The best way to assist in creating an environment in which exchange rate variability is less of a concern to Canada's trading firms is to support the Bank of Canada's policy of price stability. This is particularly important given the global move towards lower inflation.

The financial services industry is uniquely affected by the internationalization of financial markets. Trade in financial services has quickly made its way into international trading agreements, as is evidenced by the FTA, the NAFTA and the GATS. To take full advantage of the opportunities associated with integrated financial markets, financial institutions require access to foreign markets to set up local establishments. Of special interest to Canadian banks is the large U.S. market. Although the NAFTA provides little immediate progress in liberalizing trade in financial services between Canada and the U.S., Canadian firms can benefit from any future liberalization within the U.S. (such as the lifting of restrictions on interstate banking) and now have access to a formal government-to-government dispute settlement procedure.

As for the Japanese market, the establishment of direct branches of foreign banks is not prohibited, but a simplification of the licencing procedure administered by the Ministry of Finance would be a welcome improvement. The European Union's single passport for financial services could make it more difficult for Canadian institutions to compete there. If the German universal banking model becomes more widespread, foreign financial institutions might not be able to vie for market share with large, efficient European banking networks.

The universal banking model also raises questions regarding the ability of non financial sector firms to compete internationally. It is yet to be determined whether the close inter-corporate alliances that are typical in Germany and Japan provide domestic firms with specific advantages. If, for example, Japanese firms have more patient sources of capital through formal links to the banking community, allowing them a longer investment planning horizon, does that represent a competitive advantage? If so, should Canada work for the reform of the Japanese system, or should our regulatory approach be adapted to permit such inter-corporate shareholding? These questions merit closer analysis.

Given the integration of international markets and the trend for financial institutions (such as banks) to provide services previously within the domain of other types of financial institutions (such as investment dealers), a further harmonization of capital standards is likely to take place. In addition, the supervision of financial institutions, both within authoritative jurisdictions -- usually extending to national borders -- and across jurisdictions, is likely to be consolidated.

The regulatory reforms of 1992 allow Canadian financial institutions to offer most services directly, or through subsidiaries or networks. This was an important step forward in assisting Canadian financial institutions to compete internationally. Nevertheless, there are still some services that banks are not allowed to provide, the deposit insurance system needs revision and the mix of federal and provincial regulations remains complex. Since the government is committed to reviewing the 1992 reforms by June 1997, and every 10 years thereafter, some of these outstanding issues will be addressed, further enhancing the international competitiveness of Canada's financial institutions.

1. INTRODUCTION

Depuis le début, l'intégration des marchés financiers se déroule sur deux fronts.

- À l'échelle internationale, les marchés se sont rapprochés au rythme où s'est accrue la mobilité du capital. Les fonds passent d'un pays à l'autre en un instant, sans plus de complexité que s'il n'y avait aucune frontière à traverser.
- Au plan intérieur, les établissements financiers sont en mesure d'offrir des services plus variés, car le décloisonnement graduel du secteur a ouvert des brèches aux confins des différents champs d'activité.

Malgré le resserrement des liens qui unissent les marchés financiers internationaux, la théorie économique reçue, tout comme les cercles décisionnels en matière de politique commerciale, ne manifeste guère d'intérêt à l'endroit des relations qui sont nées entre les mouvements de capitaux, les variations des taux de change et la direction générale des activités commerciales. Les théoriciens sont avares de conseils sur la manière de concrétiser ou de conserver les avantages que procure le commerce en dépit des risques financiers inhérents aux échanges internationaux. Dans la même optique, la politique commerciale tend généralement à faire peu de compte de l'incertitude financière associée au commerce avec l'étranger.

L'expansion du commerce international et l'intégration des marchés financiers ont porté la gestion du risque de change au rang des principaux volets d'une stratégie d'entreprise. Dans les pages qui suivent, nous nous attacherons à démontrer l'effet de cette intégration sur les échanges mondiaux, qui s'est surtout exprimé par la variabilité des taux de change. Nous ne prétendons pas que la mondialisation des marchés financiers a entraîné une plus grande volatilité des taux de change. Cependant, nous admettons que les facteurs d'intégration ont également suscité une certaine instabilité monétaire.

L'intégration des marchés financiers est un phénomène de portée surtout intérieure, mais il ne faut pas oublier qu'elle s'est accompagnée d'une internationalisation grandissante des services; ceux-ci, par ailleurs, ont été mis à l'ordre du jour de nombreuses négociations commerciales. Ces dernières ont abouti à la disparition de certaines barrières au commerce des services financiers, mais nous ne cherchons pas ici à savoir si elles ont exercé un effet d'entraînement dans l'intégration du marché des capitaux. Nous estimons que les pourparlers commerciaux portant sur les services financiers et les effets économiques qu'on leur prête sont bien compris, notamment des milieux politiques. Notre étude porte plutôt sur la manière dont l'intégration intérieure du secteur aide les sociétés financières et autres à mieux soutenir la concurrence internationale; nous nous intéressons aussi à l'évolution prévisible du marché mondial, dans un contexte d'intégration.

Le lecteur trouvera, dans le deuxième chapitre de l'étude, un aperçu historique de l'intégration des marchés financiers et son importance pour le Canada, suivi d'un survol des conséquences économiques du phénomène, puis, au quatrième chapitre, d'une étude de la signification commerciale de la mondialisation du marché des capitaux et du commerce des services financiers. Enfin, nous présentons diverses conclusions se rapportant à l'établissement des politiques ainsi que des prévisions quant à l'intégration internationale du secteur des services financiers.

2. L'INTERNATIONALISATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

2.1 Évolution contemporaine des marchés mondiaux de capitaux

L'internationalisation des marchés mondiaux de capitaux est un phénomène récent, dont on situe généralement l'origine à la fin des années cinquante, au moment où le gouvernement soviétique, craignant que ses avoirs en dollars ne soient saisis ou bloqués par les banques américaines dans l'éventualité d'une guerre, les transféra auprès d'établissements londoniens et parisiens. Dès lors naquit le marché européen des dollars, mieux connu par la suite sous l'appellation de «marché de l'eurodollar». Cette expression ne désigne plus aujourd'hui la même réalité, puisqu'elle s'applique dorénavant à tous les dépôts en devises confiés à des banques commerciales établies hors du pays émetteur.

Deux événements importants marquèrent dans les années soixante-dix le développement du marché de l'eurodollar et l'accroissement des mouvements internationaux de capitaux. D'abord, en 1971, l'ampleur des déficits de la balance des paiements des États-Unis justifia l'abrogation du système des taux de change fixes (mis en place par les accords de Bretton Woods plus de 25 ans auparavant), ce qui entraîna une fuite massive de liquidités hors des États-Unis. Dès 1973, le flottement des monnaies devint la règle. La même année se produisit le second événement capital, à savoir la crise du pétrole. La montée fulgurante des prix se solda par un déséquilibre entre, d'une part, les surplus commerciaux des pays producteurs et, d'autre part, les déficits enregistrés par les pays importateurs. Les euromarchés jouèrent un rôle de premier plan dans le recyclage de ces excédents, puisqu'ils permirent aux banques de se lancer à fond dans le financement international.

Depuis lors, un certain nombre de facteurs ont stimulé les transferts internationaux de capitaux et, en bout de ligne, l'intégration des marchés financiers mondiaux. Au milieu des années soixante-dix, l'Allemagne et les États-Unis amorçaient la déréglementation en abolissant leur régime de contrôle des mouvements de capitaux, suivant en cela l'exemple donné par le Canada un quart de siècle plus tôt. Avant 1980, le Japon et le Royaume-Uni leur avaient emboîté le pas, bientôt imités par la France, l'Italie et d'autres membres de la CE.

L'élimination partielle ou totale des contraintes limitant les flux de capitaux est un stimulant pour l'investissement étranger direct. Dans la mesure où un accroissement généralisé de ce dernier favorise l'internationalisation du commerce, les entreprises, tout comme les gouvernements, s'intéressent de plus près à la disponibilité du financement étranger. Les sociétés qui ont déjà investi dans des marchés hors frontières y solliciteront plus facilement un prêt ou hésiteront moins à rechercher des actionnaires étrangers.

L'ampleur du déficit du compte courant des pays industrialisés fait partie des autres facteurs souvent jugés déterminants dans la multiplication des mouvements transnationaux de capitaux.¹ En 1980, la somme cumulative des déficits nationaux atteignait 63 milliards de dollars américains.² Les pays en cause ont voulu compenser tant soit peu cette situation en créant des surplus dans leur compte de capital au moyen d'importants transferts internationaux de fonds. On assista alors à une relative convergence des rendements sur l'investissement, car les marchés financiers devinrent plus concurrentiels.

L'intégration progressive des marchés financiers internationaux n'aurait pas été possible sans les progrès techniques réalisés notamment au plan des télécommunications et sans l'expansion de l'informatique. La complexité des nouveaux instruments financiers (contrats à terme et options, options sur indice, crédits croisés, etc.) exige le recours à des logiciels spécialisés pour établir les prix et en surveiller les variables déterminantes.

La technique de pointe a incité certains marchés de valeurs mobilières, de contrats à terme et d'options à nouer des liens avec leurs équivalents étrangers. C'est ainsi qu'entre 1985 et 1988 la Bourse de New York et celle de Toronto se sont dotées d'une liaison électronique permettant la vente et l'achat des titres de certaines de leurs plus grandes sociétés membres. Cette innovation est aujourd'hui reléguée dans l'ombre, car il est maintenant possible, grâce à l'électronique, d'effectuer des transactions à toute heure du jour. La chose exige toutefois plus qu'un support technique, car la présence de teneurs de marché et des liquidités requises est essentielle à son bon fonctionnement.

Si l'on dit dorénavant que les marchés financiers des pays industrialisés, Canada compris, sont intégrés, c'est que les capitaux y circulent librement et que les investisseurs sont disposés à remplacer la possession d'un actif par la possibilité d'obtenir un rendement équivalent. On trouve quelques définitions plus précises du

¹ Voir notamment à ce sujet W. White, *Some Implications of International Financial Integration for Canadian Public Policy*, rapport technique n° 57, Ottawa, Banque du Canada, décembre 1991, p. 3. L'auteur souligne que ces déficits auraient été moins considérables si l'on n'avait pas disposé de capitaux suffisants. On ne peut toutefois affirmer que le déséquilibre des comptes courants a entraîné la mobilité du capital, ni l'inverse.

² Fonds monétaire international, *Statistiques financières internationales*, 1992, p. 128.

concept de l'intégration, qui se fondent sur la parité des intérêts.³ Dans une étude récemment réalisée pour le compte de la Banque du Canada, William White compare les réalisations canadiennes et américaines. Il en vient à conclure que les marchés à court terme sont totalement intégrés et qu'il est fort possible qu'il en soit de même pour les marchés à long terme.⁴

2.2 L'importance de l'intégration des marchés financiers pour le Canada

Deux exemples illustrent bien l'ampleur de la participation étrangère dans les marchés financiers canadiens et l'importance de ceux-ci dans le cadre général de l'économie du pays.

- Fin 1992, la valeur des obligations canadiennes détenues par des intérêts étrangers atteignait 232 milliards de dollars canadiens, soit plus du tiers de celle des titres en circulation.⁵ Les investisseurs américains en possédaient évidemment la plus forte proportion, soit 38 p. 100. La valeur du portefeuille étranger d'actions canadiennes, à 18 milliards de dollars canadiens, n'était pas aussi élevée.
- Selon l'étude la plus récente, qui date d'avril 1992, la valeur moyenne des opérations de change réalisées quotidiennement par des établissements canadiens se situait à près de 22 milliards de dollars américains.⁶ Ce chiffre, transposé sur une base annuelle, démontre que les mouvements de capitaux, dans le marché canadien des changes, sont plus de neuf fois supérieurs à notre produit intérieur brut.

L'ampleur de la participation étrangère dans les marchés financiers canadiens signifie entre autres choses que les péripéties de l'évolution économique, ailleurs dans le monde, peuvent se répercuter chez nous sans délai et peut-être de façon exponentielle. Par exemple, la déflation des actifs japonais, amorcée en 1989, a amené les investisseurs de ce pays à étudier de plus près leur position à l'étranger et notamment leur portefeuille de valeurs canadiennes. Ils poursuivent d'ailleurs leur mouvement de recul. En septembre 1993, on a constaté que la valeur des obligations canadiennes appartenant à des intérêts japonais avait chuté de 49 à 45 milliards de dollars canadiens en un an.

³ Voir à ce sujet Blundell-Wignall, A. et F. Browne, *Increasing Financial Market Integration, Real Exchange Rates and Macroeconomic Adjustment*, OCDE, Service de l'économie et de la statistique, document de travail n° 96, Paris, février 1991, pp. 8-14.

⁴ White, W., *op. cit.*, pp. 3-4.

⁵ Statistique Canada, *Bilan des investissements internationaux du Canada, 1926-1992*, n° 67-202, Ottawa, mars 1993, p. 27.

⁶ Close, N. et C. Duenwald, «Survey of the Canadian Foreign Exchange Market», *Revue de la Banque du Canada*, octobre 1992, p. 23.

3. INTÉGRATION DES MARCHÉS FINANCIERS ET POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Un marché dans lequel les taux de change sont variables et les capitaux mobiles est un bon équivalent d'une économie mondiale totalement intégrée au plan des services financiers. Étudions cette hypothèse de plus près.⁷

3.1 Politique monétaire

Le mécanisme de transmission enclenché par la politique monétaire agit à deux niveaux :

- Premièrement, une variation de la masse monétaire entraîne un déplacement des taux d'intérêt et de change.
- Deuxièmement, une variation des taux d'intérêt et de change entraîne une modification de la demande globale.

La flexibilité des taux de change et la mobilité du capital rehaussent l'efficacité de la politique monétaire. Quand la banque centrale limite l'expansion de la masse monétaire, les taux d'intérêt montent à l'échelle intérieure et on assiste à un afflux de capitaux étrangers, sur la promesse de meilleurs rendements; au bout du compte, la monnaie s'apprécie. La montée du loyer de l'argent nuit à la production dans les secteurs économiques plus sensibles à ce facteur; celle du taux de change restreint la production de marchandises exportables.

À mesure que s'accroissait l'importance de leurs produits dans le PIB, les sociétés commerçantes se sont vu confier un rôle relativement plus considérable dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire. La relation mutuelle entre la hausse ou la baisse des taux d'intérêt et de change et les variations de la demande globale a pris de nouvelles dimensions.

Plutôt que de confirmer l'efficacité accrue des politiques monétaires, l'intégration des marchés financiers internationaux soulève aujourd'hui des interrogations visant les deux paliers du mécanisme de transmission.⁸ D'aucuns affirment que les banques centrales n'ont dorénavant plus la haute main sur les taux d'intérêt intérieurs; les variations de la croissance de la masse monétaire, qui normalement auraient entraîné les taux d'intérêt à la hausse, n'ont plus l'effet voulu du fait que les mouvements transnationaux de capitaux équilibrent les rendements obtenus dans les différents marchés. En outre, toute volonté de contraindre la

⁷ La variabilité des taux de change est une prémisses indispensable de notre analyse.

⁸ Voir notamment à ce sujet White, W., *op. cit.*, p. 12.

demande globale par le biais des taux d'intérêt est partiellement contrecarrée par la présence d'autres sources de financement et par des variations dans la composition des portefeuilles financiers.

Néanmoins, différentes recherches effectuées par le FMI, la Federal Reserve Bank de New York et la Banque du Canada laissent toutes entendre que la politique monétaire n'a pas perdu de son efficacité en raison de la libéralisation ou de la mondialisation des marchés financiers.⁹ L'intégration des marchés financiers canadien et américain remonte assez loin et l'accroissement récent des flux internationaux de capitaux n'a guère eu d'effet sur la capacité du Canada de mettre en oeuvre sa propre politique monétaire.

3.2 Politique budgétaire

Nous avons analysé l'efficacité de la politique budgétaire dans un contexte semblable au précédent, c'est-à-dire en présence de taux de change flexibles et de capitaux mobiles. Si une telle situation accroît théoriquement l'efficacité de la politique monétaire, elle pourrait nuire à celle de la politique budgétaire. Non accompagnée de mesures monétaires assouplissantes, une politique budgétaire expansionniste fera monter les taux d'intérêt intérieurs. Dès lors, l'afflux de capitaux étrangers entraînera une appréciation de la monnaie et une chute des exportations nettes. C'est cette dernière qui contrecarrera, du moins en partie, l'effet des incitatifs fiscaux.

Si, en matière de politique monétaire, les sociétés commerçantes sont devenues des courroies de transmission plus importantes, leur rôle s'est également confirmé dans le domaine fiscal. Par contre, l'interaction entre les taux de change et les exportations nettes, qui rehaussait l'efficacité de la politique monétaire, a plutôt tendance à réduire celle de la politique budgétaire.

Même si la politique budgétaire est moins efficace, le libre mouvement des capitaux accroît l'arsenal des mesures dont disposent les autorités dans le domaine du financement de la dette. Comme ils ont accès à un bassin international de fonds, les gouvernements n'ont plus à tabler uniquement sur l'épargne intérieure pour financer leur déficit. Les provinces canadiennes, pour ne citer qu'elles, ont eu amplement recours aux marchés étrangers. En 1991 et 1992, elles ont émis pour

⁹ Pour en savoir plus sur l'intégration des marchés financiers et l'efficacité de la politique monétaire canadienne, consulter Murray, J. et R. Khemani, *International Interest Rate Linkages and Monetary Policy: A Canadian Perspective*, rapport technique n° 52, Ottawa, Banque du Canada, décembre 1989, p. 39. Le lecteur qui s'intéresse à la politique monétaire et aux effets des variations de taux d'intérêt sur la production pourra lire les ouvrages suivants : Fonds monétaire international, «Effectiveness of Monetary Policy After Financial Market Liberalization», in *World Economic Outlook*, note supplémentaire n° 5, 1991, p. 105, et Hirlé, B. et J. Kelleher, «Financial Market Evolution and the Interest Sensitivity of Output», *Quarterly Review*, New York, Federal Reserve Bank of New York, été 1990, pp. 56-70. W. White, *op. cit.*, p. 12, décrit les autres facteurs qui agissent sur le mécanisme de transmission.

85 milliards de dollars de nouvelles obligations; les ventes à l'étranger se sont chiffrées à 43 milliards.

4. LES CONSÉQUENCES AU PLAN DU COMMERCE

La mondialisation des affaires a exercé ses effets dans pratiquement tous les secteurs de l'économie, mais surtout sur le commerce extérieur et l'investissement.¹⁰ Il n'est pas facile de relier tel ou tel effet ressenti dans le commerce extérieur à tel ou tel volet du processus de mondialisation, par exemple l'intégration des marchés financiers. En fait, nombre d'événements se sont produits simultanément, chacun allant à l'appui de l'autre. On peut essentiellement se représenter cette évolution comme un cercle dans lequel un accroissement des investissements entraîne une hausse des échanges, qui détermine à son tour un rapprochement des économies, ce dernier résultant en une recrudescence de l'investissement. Le mouvement peut démarrer de n'importe où et suivre l'un ou l'autre sens. Dans les paragraphes qui suivent, nous avons voulu signaler certains des aspects significatifs de la relation qui existe entre le commerce et le flux des investissements dans les marchés financiers.

4.1 Meilleur accès au capital pour les pays en développement

Pour les commerçants canadiens, l'émergence de marchés de capitaux dans les pays en développement est une conséquence indirecte dont il faut tenir compte, en même temps que de leur internationalisation. Dans l'année qui s'est terminée en juin 1993, les bourses les plus performantes du monde ont été celles de Turquie, du Brésil et de l'Indonésie. Plusieurs attribuent en partie l'affirmation des marchés en développement à la baisse des rendements dans les pays industrialisés. On verra bien si l'intérêt manifesté à l'endroit des marchés moins bien nantis se maintiendra quand les pays riches redeviendront plus rentables. D'ici là, on peut s'attendre qu'avec le temps une plus grande activité dans les marchés en développement ait pour effet de réduire les risques associés à un investissement dans ces régions du monde et offre à leurs entreprises des possibilités de financement plus variées, soit ailleurs qu'auprès des banques.

Les sociétés originaires de pays en développement peuvent aussi se financer en offrant des actions dans des marchés développés. On a d'ailleurs vu des entreprises mexicaines se livrer à l'opération dans des bourses américaines. En 1992, les titres de la société publique mexicaine de téléphonie — Telefonos de Mexico SA — comptaient parmi les plus recherchés à la Bourse de New York.

¹⁰ On trouve une analyse exhaustive des effets de la mondialisation dans Seebach, D., *Globalization: The Impact on the Trade and Investment Dynamic*, document du Groupe des politiques n° 93/7 (juin 1993).

Pour les commerçants et investisseurs canadiens, l'expansion du marché des capitaux dans les pays en développement et l'intervention de sociétés locales dans les marchés développés pourraient être fructueuses, puisque la disponibilité du capital et la présence dans les marchés internationaux sont porteuses de promesse d'expansion. Si Telefonos de Mexico y réussit, les sociétés canadiennes de matériel de télécommunications pourraient accroître leurs ventes, puisque l'ALENA leur garantit un accès préférentiel au marché mexicain.

4.2 Rôle du taux de change

Dans une économie ouverte, comme c'est le cas au Canada, le taux de change compte parmi les éléments déterminants de la politique macroéconomique. La compétitivité des entreprises canadiennes dans le marché international dépend de leurs coûts de production et ceux-ci sont à leur tour fonction d'un ensemble de facteurs, notamment le loyer de l'argent, la productivité et le taux de change. Une entreprise se défendra bien dans le marché intérieur si ses coûts de production sont bien maîtrisés et sa productivité élevée, mais elle ne pourra s'affirmer à l'étranger si le taux de change lui est défavorable.

On se base souvent, pour situer la position concurrentielle d'un pays, sur deux expressions différentes du taux de change, à savoir le taux de change effectif et le taux de change effectif réel. Le premier désigne le prix de la monnaie d'un pays par rapport à plusieurs autres devises, chacune étant pondérée d'après la part du marché détenue par le pays en cause. C'est une mesure sommaire du coût moyen des devises. Le taux de change effectif réel se distingue du précédent du fait qu'il tient compte de l'inflation. Il traduit la variation du taux de change nominal qui résulte de la disparité entre les indices nationaux des prix à la consommation. C'est pourquoi on dit souvent que les fluctuations du taux de change effectif réel témoignent de celles de la position concurrentielle d'un pays.

Une étude réalisée en 1989 pour le compte de la Banque du Canada fait état de l'importance des variations du taux de change pour le commerce canadien.¹¹ Ses auteurs ont constaté qu'une diminution de 1 p. 100 du taux de change effectif entraînait, sur environ quatre ans, une amélioration de la balance commerciale canadienne équivalant à 2 milliards de dollars canadiens. Ils admettaient que des effets dynamiques, par exemple la hausse des importations de produits intermédiaires ainsi que de la demande intérieure et des prix, pouvaient réduire cette amélioration de près de moitié. Malgré tout, c'est un facteur qu'il ne faut pas négliger quand on sait que le dollar canadien a reculé de plus de 1 p. 100 par rapport à la devise américaine en un seul mois en quatre occasions au cours de 1992.

¹¹ Dion, R. et J. Jacob, *The Dynamic Effects of Exchange Rate Changes on Canada's Trade Balance, 1982-1987*, document de travail n° 90-1, Ottawa, Banque du Canada, décembre 1989.

4.3 Volatilité des taux de change et commerce

Pour bien interpréter l'effet des variations du taux de change sur le commerce, il faut s'interroger sur deux plans : ces fluctuations dépassent-elles leur cible, à savoir l'équilibre à retrouver, et sont-elles trop prononcées au vu des variables fondamentales de l'économie, notamment l'accroissement de la masse monétaire ou des revenus réels?¹² Certains prétendent que les taux de change sont excessivement volatils et cherchent confirmation de leur opinion dans divers événements anecdotiques, par exemple le fait que le dollar américain se soit apprécié de plus de 2 p. 100 par rapport au mark allemand en un jour à sept reprises en 1992. De telles fluctuations ne peuvent être entièrement attribuables à des modifications à l'échelle des facteurs économiques fondamentaux.

Au moins deux opinions ont été exprimées quant aux raisons qui sous-tendent l'extrême volatilité des taux de change.¹³ Selon la première, les marchés des capitaux sont si efficaces que d'énormes quantités d'argent passent d'une devise à l'autre à la moindre perturbation. Ce sont ces opérations considérables qui font varier les taux de change. L'autre opinion veut que l'instabilité soit imputable à une spéculation excessive. Quand une monnaie s'éloigne de son point d'équilibre à long terme, les spéculateurs amplifieraient le mouvement en espérant, du moins temporairement, que la tendance du marché se maintienne.

Quand on procède intuitivement, il est aisé de croire que l'intégration des marchés de capitaux et l'accroissement des flux internationaux sont à l'origine de l'extrême variabilité des taux de change. La relation de cause à effet n'est pourtant pas si simple à établir, car il est difficile de distinguer les conséquences de l'intégration des marchés dans l'éventail des événements survenus concurremment, par exemple l'abandon des taux de change fixes. On pourrait même, en retraçant l'origine de l'intégration des marchés jusque dans les déséquilibres considérables des comptes courants ou dans les progrès technologiques, arguer que telles étaient les véritables causes de la volatilité accrue des taux de change. Il est essentiel de se rappeler que l'intégration ne s'est pas réalisée en vase clos. Elle a été accélérée par les mêmes facteurs qui ont favorisé la fluctuation des taux de change.

¹² Le taux de change est l'expression du prix des devises et sa position d'équilibre dépend ultimement de l'offre et de la demande. Comme on avait peine à se représenter les courbes de demande et d'offre des devises, on a conçu une formule, celle de la parité des pouvoirs d'achat (PPA), pour fixer des taux susceptibles de garantir cet équilibre. En termes plus simples, cette théorie prédit que, compte tenu de la relativité, la monnaie d'un pays devrait perdre de sa valeur quand ce dernier affiche un taux d'inflation supérieur à celui de ses partenaires commerciaux. À défaut, le prix de ses biens et services exportables augmentera au point de n'être plus concurrentiel dans le marché international. Les marchés des changes réagissent à toute indication d'une variation des prix, prochaine ou éventuelle. C'est pourquoi nous pouvons comprendre l'attention que portent les banques centrales à la relation entre la stabilité des prix et celle du taux de change.

¹³ Voir à ce sujet Frankel, J.A., «International Capital Mobility and Exchange Rate Volatility», in *International Payments Imbalances in the 1980s*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1988, pp. 162-185.

4.3.1 Fluctuations à court terme

La théorie des « bulles » essaie d'expliquer comment les mouvements du taux de change peuvent entraîner une économie loin d'un équilibre fondé sur ses variables réelles, plutôt que de l'en rapprocher.¹⁴ Certains faits laissent entendre que des « bulles de spéculation » auraient pu faire varier la valeur du dollar canadien.¹⁵ Ces phénomènes sont essentiellement passagers, mais on ne peut négliger leur effet sur les entreprises actives dans les marchés étrangers.

Réduction du commerce

Les sociétés intéressées aux échanges internationaux font du risque associé à l'imprévisibilité des taux de change l'une de leurs principales préoccupations. L'entreprise exportatrice ayant des revenus en devises doit composer avec des frais fixes — quand elle s'approvisionne chez elle — et avec des revenus éventuellement variables. Ses perspectives de bénéfices sont donc moins assurées que celles de sociétés desservant uniquement le marché intérieur.¹⁶

Même si les coûts irrécupérables associés à l'activité internationale ne sont pas excessifs, l'incertitude de résultats que subissent les entreprises en raison de l'instabilité des taux de change aura pour effet de réduire le commerce si elle décourage des intervenants trop timorés. Les recherches empiriques portant sur la relation entre la variabilité des taux et le volume des échanges restent peu concluantes, mais un nombre croissant d'entre elles laissent supposer un rapport légèrement négatif.¹⁷

Ces travaux se sont peu intéressés à la question de savoir si l'instabilité des taux de change dissuade en permanence les entreprises de se livrer au commerce international. On n'a recueilli que peu de preuves démontrant l'effet négatif des fluctuations sur les sociétés commerçantes et aucune quant aux décisions de celles qui songent à se lancer dans les marchés internationaux. Si la volatilité des taux est effectivement rebutante pour les néophytes, il est possible que le volume des échanges monte en flèche dans un contexte de plus grande stabilité.

¹⁴ Voir à ce sujet Harris, R.G., *Trade, Money and Wealth in the Canadian Economy*, Toronto, C.D. Howe Benefactors Lecture, 1993, p. 34.

¹⁵ Voir à ce sujet White, W., *op. cit.*, p. 18 et Rose, A.K., « Discussion », à la suite de van Norden, S. « Regime Switching and Exchange Rate Bubbles », in *Taux de change et économie*, Ottawa, Banque du Canada, 1993, p. 323.

¹⁶ Nous ne disons pas que ces dernières sont à l'abri du risque de change. Il est difficile de s'imaginer une entreprise canadienne utilisant des intrants exempts de tout contenu étranger. Les variations du taux de change peuvent influencer le prix de toute matière première d'origine étrangère.

¹⁷ Voir à ce sujet Kumar, V. et J.A. Whitt, « Exchange Rate Variability and International Trade », *Economic Review*, Atlanta, Federal Reserve Bank of Atlanta, mai-juin 1992, p. 17.

Augmentation du commerce

Nous avons découvert au moins une étude avançant une relation positive entre la volatilité des taux de change et l'ampleur du commerce. De réalisation récente, elle voulait vérifier si le risque de change incitait plus à l'investissement étranger direct ou à l'élaboration d'une stratégie d'exportation.¹⁸ Ses auteurs concluaient que la volatilité monétaire, toutes proportions gardées, militait en faveur de l'exportation. Dans une période d'instabilité, les entreprises préféreraient, quand elles en avaient le loisir, investir chez elles dans des installations d'exportation plutôt que de transférer des fonds à l'étranger, afin de circonscrire leur vulnérabilité générale au risque de change.¹⁹

Réorientations du commerce

La volatilité des taux de change peut aussi se solder par une réorientation des échanges.²⁰ Ceux-ci pourront s'accroître entre deux pays en dépit de taux de change réciproques instables, à la condition qu'un pays tiers, avec lequel les deux premiers ont déjà commercé, possède une monnaie encore plus variable. Afin d'éviter d'avoir à gérer des risques commerciaux là où l'instabilité est plus prononcée, les entreprises préféreront solliciter d'autres marchés.

4.3.2 Distorsions plus prolongées

Dans la théorie pure du commerce international, les facteurs monétaires sont censés n'exercer aucun effet à long terme sur les échanges réels. Il reste donc à s'interroger sur la durée effective que désigne l'expression «à long terme». En supposant que cette innocuité à long terme soit la réalité, ne vaudrait-il pas mieux faire preuve de patience devant des perturbations ponctuelles comme les fluctuations du taux de change? Pouvons-nous vraiment considérer les mouvements des marchés financiers comme de simples soubresauts, qui se corrigeront d'eux-mêmes avec le temps?

On a vu des cas où une distorsion des taux de change a perduré. Citons par exemple celui du yen japonais et du dollar américain. En 1986, le dollar valait plus de 200 ¥; en février 1994, c'est tout juste s'il dépassait les 100 ¥. Peu importe que l'on

¹⁸ Voir à ce sujet Sercu, P. et C. Vanhulle, «Exchange Rate Volatility, International Trade and the Value of Exporting Firms», *Journal of Banking and Finance*, n° 16, North Holland Press, 1992.

¹⁹ Les relations qui existent entre l'investissement direct à l'étranger, l'exportation et les taux de change ont donné lieu à bien des controverses. Consulter à ce sujet Julius, D., *Global Companies and Public Policy*, Chatham House Papers, The Royal Institute of International Affairs, Londres, Pinter Publishers, 1990, p. 90. Dans ce passage, l'auteur propose qu'une entreprise peut se protéger mieux des fluctuations du taux de change en investissant à l'étranger plutôt qu'en exportant.

²⁰ Voir à ce sujet Kumar, V. et J.A. Whitt, *op. cit.*, p. 29.

situe le point d'équilibre à 200 ¥, aux environs de 100 ¥ ou même quelque part entre les deux.²¹ Ce qu'il faut retenir, c'est que le mouvement s'était amorcé huit ans auparavant; il serait trop simple de le considérer comme un phénomène ponctuel auquel le commerce serait insensible.

Quelle que soit la cause de ces distorsions, du moment qu'on admet leur éventuelle influence sur le commerce, il faut leur reconnaître plusieurs conséquences. Si une monnaie surévaluée favorise l'importation au détriment de l'exportation et vice-versa, l'économie risque de souffrir d'une mauvaise répartition de ses ressources. Il en coûte cher de réorienter le capital et le travail consacrés à la production de biens et services exportables pour ne plus desservir que le marché intérieur. Quand un tel réalignment des ressources découle d'une distorsion des taux de change, l'efficacité collective des pays commerçants en subit les répercussions.

Transmission des effets de l'instabilité monétaire : les options

L'entreprise commerçante peut se soustraire aux fluctuations ponctuelles des taux de change en se retirant du marché international ou se protéger des risques au moyen des instruments financiers appropriés. Si la distorsion se prolonge, il lui faudra adopter une stratégie de plus large portée, par exemple en sachant adapter le prix de ses produits aux variations des taux.

Le taux de change a notamment pour fonction d'établir une relation entre les prix intérieurs et étrangers. Quand les prix intérieurs montent, la monnaie du pays en cause doit perdre de sa valeur chez son interlocuteur pour que la relation, exprimée dans une devise commune, se maintienne. À défaut, ses exportations ne pourront plus soutenir la concurrence chez son partenaire et les produits de ce dernier supplanteront les siens dans son propre marché.

Les sociétés actives à l'échelle internationale doivent choisir la conduite à tenir devant une variation imprévue du taux de change, qui modifie la relation entre les prix intérieurs et étrangers. La décision à prendre concerne l'opportunité pour elles de corriger leurs prix pour compenser les effets de la variation, tout en sauvegardant la rentabilité de leurs échanges.

La Federal Reserve Bank of New York s'est intéressée aux conséquences d'une hausse des taux de change sur la rentabilité des fabricants américains.²² Son étude lui a permis de conclure que les bénéfices des exportateurs chutaient invariablement,

²¹ Théoriquement, il est possible qu'un taux de change à 200 ¥ ait été bien équilibré et qu'il l'ait été autant à 100 ¥; cela démontrerait que les variables fondamentales de l'économie ont justifié un si grand déplacement. En l'occurrence, nous n'avons pas jugé sage de retenir cette hypothèse. Néanmoins, une telle variation peut n'entraîner aucune distorsion dans certains cas.

²² Voir à ce sujet Hung, J., «Assessing the Exchange Rate's Impact on U.S. Manufacturing Profits», *Quarterly Review*, New York, Federal Reserve Bank of New York, hiver 1992-1993.

de quelque manière qu'ils corrigent leurs échelles de prix. Quand le dollar s'apprécie et qu'une entreprise hausse le prix de ses exportations (en devises) pour transmettre tous les effets de la situation à ses clients étrangers, elle conserve le même bénéfice, en dollars, pour chaque article vendu, mais ses recettes générales déclinent, puisque la position concurrentielle de ses produits se détériore et qu'elle ne vend plus autant. Si l'entreprise choisit plutôt de ne pas modifier son prix à l'exportation et d'épargner à ses clients étrangers les effets de la hausse du taux de change, le prix en dollars de ses produits chute d'autant que le dollar s'est apprécié. L'entreprise conserve sa part de marché, exporte toujours autant et maintient ses recettes en devises, mais son bénéfice en dollars sera moindre.

Comme les exportateurs choisissent ordinairement une voie médiane entre ces deux extrêmes, leurs bénéfices le plus souvent chuteront, pour les deux raisons suivantes. D'une part, le volume des exportations baissera, puisque les prix seront plus élevés dans les marchés étrangers et, d'autre part, le taux de change corrigé réduira la valeur de leurs recettes en devises, une fois qu'elles auront été converties en monnaie intérieure.

Quand une entreprise exportatrice choisit de conserver sa part du marché en absorbant les effets de la variation des taux de change plutôt que de les intégrer à ses prix, on dit qu'elle adopte une stratégie d'adaptation au marché. C'est ce qu'ont fait des sociétés japonaises et allemandes, entre 1985 et 1990, à l'égard de leur clientèle américaine et ce qui explique pourquoi le déficit commercial américain ne s'est pas résorbé, malgré la chute du dollar.²³ Schembri signale que la théorie comme les recherches empiriques ont amplement démontré que de telles stratégies sont fort populaires auprès des exportateurs de bien des pays du monde.²⁴ Les prix à l'exportation prennent beaucoup de temps à réagir aux changements de prix résultant de variations des taux de change.

L'adoption d'une stratégie d'adaptation au marché signifie entre autres choses que les entreprises dont les échelles de prix sont parfaitement rationnelles et n'ont rien d'abusif risquent des mesures antidumping dans les marchés étrangers. Comme elles absorbent l'appréciation de leur propre monnaie plutôt que d'en transmettre l'effet à leurs clients étrangers, elles réduisent en fait leur prix à l'exportation par rapport à leur prix (et à leurs frais) intérieurs. Cette disparité peut donner lieu à des accusations de dumping.

²³ À cet égard, il faut se rappeler que le déficit américain découlait d'un profond déséquilibre entre l'épargne et l'investissement. Comme l'épargne intérieure était faible, en partie à cause du considérable déficit budgétaire du pays, la demande américaine se montra plus accueillante à l'endroit des produits importés.

²⁴ Voir à ce sujet Schembri, L., *Export Prices and Exchange Rates: An Overview*, présentation à la Conférence mondiale sur les déséquilibres économiques, Montréal, juin 1989, p. 17.

L'expérience canadienne

En ce qui concerne la transmission des effets d'une variation des taux de change, des données recueillies au Canada démontrent que nos prix à l'importation reflètent assez fidèlement les fluctuations.²⁵ Le prix des importations canadiennes est fixé en dollars américains et toute variation est transmise au consommateur canadien. Si la monnaie canadienne recule, les importations coûtent plus cher et inversement.²⁶

Harris a constaté que le prix des exportations canadiennes, exprimé en dollars canadiens, ne varie pas en fonction du taux de change des monnaies canadienne et américaine. Les exportateurs fixent leur échelle de prix en fonction de leurs coûts, exprimés en dollars canadiens; toute fluctuation est transmise au client. Si le dollar canadien se déprécie, les importateurs américains paient moins et vice-versa. Harris met cependant ses lecteurs en garde, soulignant que ces constatations ne s'appliquent pas à tous les prix à l'exportation.

Des travaux de Harris, il faut retenir que la balance commerciale canadienne réagit comme le veut la théorie économique devant les variations de la valeur de notre monnaie. Elle s'améliore quand le dollar baisse et se détériore quand le dollar s'apprécie.

L'hystérésis commerciale

Cette expression désigne les répercussions permanentes d'une variation temporaire du taux de change, à l'échelle des voies empruntées par le commerce et de son volume. En d'autres mots, l'hystérésis se produit quand le taux de change grimpe, puis décline et que la balance commerciale réagit au premier mouvement, mais ne se corrige pas sous l'effet du second.

Quand on explique la relation entre les taux de change et la balance commerciale au moyen de la conventionnelle courbe en J, on se réfère au principe de l'hystérésis commerciale. La théorie qui sous-tend cette courbe veut qu'immédiatement après une dévaluation monétaire, la balance commerciale se détériore du fait que les exportations et les importations, en volume, réagissent lentement aux modifications relatives de prix. Les secondes sont trop élevées et les premières trop faibles pour que le taux de change corrigé assure un équilibre. L'expression «courbe en J» est dérivée de la forme adoptée par le cheminement chronologique de la balance commerciale, quand celle-ci est mesurée à la verticale et

²⁵ Voir à ce sujet Harris, R.G., *Les taux de change et la compétitivité internationale de l'économie canadienne*, Ottawa, Conseil économique du Canada, 1992, p. 34.

²⁶ La grande réactivité des prix à l'importation s'explique en partie par les méthodes de calcul employées par Statistique Canada. Dans certains cas, on multiplie simplement le prix américain par le taux de change, ce qui garantit la transmission des variations.

le temps à l'horizontale. La courbe en J démontre que la balance commerciale met beaucoup de temps à s'adapter à un nouveau taux de change; s'il y a hystérésis, elle réagit au mouvement initial du taux, mais mal, voire pas du tout, à un renversement subséquent.

On a commencé à s'intéresser de plus près à l'hystérésis commerciale à la suite de la montée et du déclin du dollar américain par rapport au yen japonais dans les années quatre-vingt, eu égard au comportement du déficit commercial des États-Unis.²⁷ De 1980 à 1985, la valeur du dollar américain est passée de 200 à 250 ¥; certains s'inquiétaient qu'il n'en résulte une désindustrialisation des États-Unis. À compter de 1985, le dollar se déprécia, mais la reprise des exportations américaines fut longue à se manifester. On croyait à l'époque que la montée temporaire du dollar avait entraîné une modification permanente de la balance commerciale américaine.

La théorie de l'hystérésis commerciale a également été appliquée à la situation du Canada.²⁸ Le dollar canadien avait en effet gagné 22 p. 100 aux dépens du dollar américain entre février 1985 et la fin de 1991; de 1989 à 1991, il se situait entre 0,84 et 0,89 dollar américain et la plupart des spécialistes le jugeaient surévalué. Dans la presse, certains ont avancé que cette situation avait entraîné un déclin permanent de notre secteur de la fabrication, puisque les exportations avaient baissé et les importations augmenté. De 1989 à 1992, on assista à des chutes annuelles répétées de l'emploi dans ce domaine et la production de ce dernier ne fit guère plus que stagner.

La Banque du Canada et Richard Harris se sont longuement penchés sur le phénomène de l'hystérésis commerciale au Canada et leurs recherches ont notamment porté sur la période 1989-1991.²⁹ Ils en sont arrivés à deux importantes constatations :

- Il est très difficile de faire la distinction, au plan du commerce, entre une réaction tardive à une variation des taux de change et une réorientation permanente.
- Il s'est écoulé trop peu de temps depuis la période de surévaluation du dollar pour établir si le commerce canadien en a subi l'influence de façon permanente.

²⁷ Voir à ce sujet Harris, R.G., *op. cit.*, et, du même auteur, «Exchange Rates and Hysteresis in Trade», in *Taux de change et économie*, Ottawa, Banque du Canada, 1993, p. 362.

²⁸ Voir à ce sujet Amano, R., E. Beaulieu et L. Schembri, «Trade Hysteresis: Theory and Evidence for Canada», in *Taux de change et économie*, Ottawa, Banque du Canada, 1993, p. 362.

²⁹ Voir à ce sujet Amano, R., E. Beaulieu et L. Schembri, *op. cit.* et Harris, R.G., *op. cit.*

Ce sont les coûts irrécupérables que doivent engager les entreprises pour s'intégrer au marché international ou s'en retirer qui expliquent en partie pourquoi le commerce ne semble pas réagir instantanément aux fluctuations monétaires et pourquoi il faudrait éventuellement attendre encore pour en cerner les répercussions véritables. La société qui désire solliciter un marché étranger doit consentir certaines dépenses au titre de l'expansion de ses installations, de l'établissement d'un réseau de distribution local ou du réalignement de sa stratégie de commercialisation; par la suite, la variation des taux de change devra être soit assez prononcée, soit assez longue pour l'inciter à renoncer à son investissement et à se retirer de son marché cible. Selon la même logique, il faudra probablement que les taux de change restent avantageux relativement longtemps pour qu'une entreprise songe à faire les dépenses irrécupérables qu'exige l'exportation.

4.3.3 Arguments en faveur de mesures de protection

Le commerce international, dans ses conditions actuelles, comporte le risque que les déséquilibres entre les taux de change incitent les intervenants à réclamer une meilleure protection. Quand la monnaie d'un pays est surévaluée, ses entreprises voient leur position concurrentielle se détériorer et pourraient être tentées d'exiger une compensation. D'aucuns ont prétendu que la peur du risque, chez les entreprises, freine beaucoup moins les échanges internationaux que la recrudescence du protectionnisme et les problèmes d'adaptation que suscitent les distorsions des taux de change.³⁰

4.3.4 La volatilité des taux n'a pas que des inconvénients

Ce ne sont pas toutes les sociétés commerçantes qui se trouveront perdantes quand les taux de change sont instables. Si l'appréciation de leur monnaie nationale les gêne de façon temporaire ou permanente, leurs échanges reprendront de plus belle lors d'une dévaluation. Une dépréciation temporaire peut représenter pour elles un avantage, qui leur permettra de s'installer dans de nouveaux marchés.³¹ Il faudra cependant, d'une part, que la distorsion se maintienne assez longtemps pour que les entreprises puissent agir et, d'autre part, que les coûts irrécupérables mentionnés précédemment soient, de préférence, engagés dans la monnaie intérieure.

³⁰ Voir à ce sujet de Grauwe, P., «Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth of International Trade», *Staff Papers*, vol. 35, n° 1, Washington, Fonds monétaire international, mars 1988, p. 69.

³¹ Voir à ce sujet Harris, R.G., *op. cit.*, p. 376.

4.4 Le pour et le contre des unions monétaires

Les pays qui ont conclu une union monétaire prévoyant la fixation des taux de change ou le recours à une monnaie commune s'intéresseront particulièrement au débat qui entoure la volatilité des taux et son effet sur le commerce.³² Un tel système élimine les risques associés à l'instabilité, mais pour établir les mérites respectifs des taux fixes et des taux flottants, il faut considérer plusieurs autres aspects de la question.

L'essentiel de la controverse se situe à l'échelle de la conviction que l'on a de la supériorité d'un système sur l'autre. Les inconvénients de chacun résident dans la renonciation aux bienfaits de l'autre. C'est pourquoi il nous suffit de cerner le pour et le contre des taux fixes pour savoir ce qu'apportent et coûtent les taux flexibles, et inversement.

Le tableau 1 résume les inconvénients et les avantages d'une union monétaire.

TABLEAU 1 AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DE L'UNION MONÉTAIRE	
AVANTAGES	INCONVÉNIENTS
1. Coût des transactions moins élevé	1. Moins grande liberté d'action politique
2. Incertitude économique réduite	2. Plus grande vulnérabilité aux perturbations des économies étrangères
3. Politiques mieux disciplinées et crédibilité rehaussée	
4. Mécanisme monétaire plus efficace	

Source : *Taux de change et économie*, Banque du Canada, 1993, p. 489.

³² Pour simplifier notre propos, nous avons considéré sur un même pied les systèmes à taux fixes et les unions monétaires. En fait, ce sont là deux mécanismes fort différents. En présence de taux fixes, les déséquilibres macroéconomiques peuvent s'accumuler et forcer des rajustements monétaires, comme ceux qu'a connus l'Europe en 1992 et 1993. Pour être efficace, l'union monétaire exige l'alignement des politiques nationales, voire même une politique unique, éventuellement confiée à une banque centrale commune.

Au moment de décider s'il vaut mieux, dans l'optique du commerce international, adopter un taux de change fixe ou conclure une union monétaire, il faudra surtout répondre aux trois questions suivantes :

- 1) Le taux de change est-il excessivement volatil?
- 2) Dans l'affirmative, cette situation nuit-elle au commerce?
- 3) Dans l'affirmative encore, l'élimination de cet obstacle justifie-t-elle de restreindre la souveraineté du pays en arrêtant un taux de change fixe?

4.4.1 Zones de libre-échange et unions monétaires

Aucun consensus n'a encore été atteint sur la relation entre les zones de libre-échange et les unions monétaires. Certains chercheurs estiment que l'on ne peut tirer parti de tous les bienfaits du libre commerce en l'absence d'une monnaie commune; ils négligent toutefois le rôle que peut jouer le taux de change comme mécanisme de correction.³³ D'autres avancent qu'il faut plus qu'une entente de libre-échange pour concrétiser une union monétaire. À leurs yeux, la décision d'adopter une monnaie commune relève autant de la politique que de l'économie.

Le libre-échange exige une monnaie commune

Ceux qui croient aux avantages de l'union monétaire jugent également que la volatilité des taux de change peut à elle seule gêner le commerce international.³⁴ Ils sont d'avis qu'il vaut mieux sacrifier la souveraineté nationale au plan de la politique monétaire pour se libérer des incertitudes provoquées par la volatilité des taux, en même temps que corriger la répartition des ressources et éliminer les frais d'adaptation reliés aux variations monétaires à moyen terme qui, souvent, n'ont rien à voir avec les moteurs fondamentaux de l'économie.

Crockett affirme que la libéralisation du marché des capitaux est un élément essentiel du libre commerce.³⁵ Il soutient qu'une collaboration plus étroite s'impose dans l'établissement des taux de change, puisque l'ampleur des mouvements de capitaux, dans une zone de libre-échange, peut mener à l'instabilité monétaire. Il conclut que l'intégration financière consécutive à l'établissement d'une telle zone peut rendre une monnaie commune indispensable.

³³ Il est bon de se rappeler qu'un taux de change fixe ne peut s'adapter aux disparités macroéconomiques et qu'en ce cas d'autres variables devront le faire. Le lecteur verra une brève étude des mesures politiques requisés pour assurer la fixité des taux dans Mills, T.C. et G.E. Wood, «Does the Exchange Rate Regime Affect the Economy?» *Review*, St. Louis, The Federal Reserve Bank of St. Louis, juillet-août 1993, vol. 75, n° 4, p. 4. Les deux auteurs mentionnent particulièrement la nécessité de manipuler le taux de change et, pour une courte période, les taux d'intérêt. Ils citent plusieurs autres travaux laissant entendre que l'adoption de taux de change fixes entraîne le transfert de la variabilité de la monnaie au loyer de l'argent.

³⁴ Voir à ce sujet Harris, R.G., *Trade, Money and Wealth in the Canadian Economy*, Toronto, C.D. Howe Benefactors Lecture, 1993, pp. 41-47.

³⁵ Voir Crockett, A.D., «Financial Market Implications of Trade and Currency Zones», in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, Kansas City, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 1991, pp. 111-136.

Le libre-échange n'exige pas d'union monétaire

Laidler, pour sa part, estime qu'au plan de la nécessité et de la possibilité de réaliser une union monétaire, la situation de l'Europe est fort différente de celle de l'Amérique du Nord.³⁶ Dans la première, on instaure actuellement un marché commun pour la réalisation duquel les souverainetés nationales ont déjà été en partie sacrifiées. L'Amérique du Nord ne connaît pour l'instant que le libre-échange; une union monétaire imposerait aux partenaires des obligations de bien plus grande portée. Il faut donc analyser la question dans une optique aussi bien politique qu'économique.

Outre la perte de liberté politique et de souveraineté nationale, on peut soulever d'autres arguments contre l'union monétaire. Feldstein signale différentes situations où une monnaie commune pourrait devenir un véritable obstacle au commerce.³⁷ Si deux pays membres d'une union monétaire font des échanges et que la monnaie d'un pays tiers se déprécie, les produits de ce dernier risquent de se vendre mieux chez les deux premiers et d'interrompre dans une certaine mesure le commerce entre ceux-ci. L'impossibilité de modifier les taux de change, dans une union monétaire, peut entraîner l'altération de la position concurrentielle de ses membres.

4.5 Instruments financiers de protection

On peut supposer que les risques plus grands du commerce international (où les impondérables monétaires et politiques s'ajoutent aux risques normaux des affaires) s'accompagnent de rendements supérieurs pour ceux qui persévèrent. Les entreprises disposent toutefois de plusieurs moyens de se prémunir contre ces dangers. En sachant se couvrir dans leurs opérations en devises, elles pourront accroître le rendement net de leurs échanges. Le développement du commerce international s'est accompagné de la multiplication des services et instruments conçus pour en gérer les risques.

Si la volatilité des taux de change représente l'un des plus grands risques du commerce international, les techniques conçues pour en réduire, ou du moins en mieux répartir les effets ne manquent pas.

Dès 1972 apparurent à cette fin les contrats à terme de devises, en vertu desquels le détenteur s'engage à acheter ou à vendre une somme donnée en monnaie étrangère, à une date et à un taux fixés à l'avance.³⁸ Les options sont semblables aux contrats à terme, à cette exception près qu'elles n'obligent pas leur détenteur à se conformer aux conditions mentionnées ci-dessus.

³⁶ Voir Laidler, D.E.W., «One Market, One Money? Well, Maybe, Sometimes», in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, Kansas City, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 1991, pp. 85-86.

³⁷ Voir à ce sujet Feldstein, M., «Does One Market Require One Money?», in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, Kansas City, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 1991, pp. 79-80.

³⁸ Ce qu'on appelle le marché à terme des changes est un réseau informel de banquiers et de courtiers qui conviennent entre eux de négocier des instruments apparentés à des contrats à terme, mais dont la forme n'est pas normalisée.

Au début des années quatre-vingt, un nouvel instrument financier s'ajoutait aux moyens disponibles pour gérer le risque de change. Il s'agissait du crédit croisé de devises, qui consiste en un échange d'obligations exprimées en deux monnaies différentes.³⁹ Si une entreprise française cherche à se procurer des dollars américains en même temps qu'une société américaine a besoin de francs français, chacune peut contracter un prêt chez elle, éventuellement à de meilleures conditions; par la suite, elles s'entendront pour conclure un crédit croisé. Toutes deux y trouveront leur avantage, puisqu'il leur en aurait sans doute coûté plus cher de se financer dans un marché étranger. L'entreprise française paiera la dette de la société américaine en dollars et cette dernière lui rendra la pareille, mais en francs; l'une et l'autre puiseront probablement les fonds nécessaires dans leur revenu d'exportations américain ou français, selon le cas.

On peut aussi utiliser les crédits croisés pour réduire ses frais de financement. Quand un gouvernement ou une entreprise a déjà beaucoup emprunté dans son propre marché, le crédit croisé permet de profiter des conditions plus avantageuses offertes à l'étranger. L'emprunteur obtient un prêt là où il le désire et, grâce à un crédit croisé, transforme les devises en sa propre monnaie.

En 1992, il s'est négocié, dans les marchés de change organisés du monde entier, plus de 50 millions de contrats à terme de devises et d'options du même type. La valeur des crédits croisés conclus dans les seuls six premiers mois de cette même année atteignait 156 milliards de dollars américains.⁴⁰ Parmi ces ententes, celles qui intéressaient la monnaie canadienne se chiffraient à 16 milliards de dollars américains et celles qui portaient à la fois sur des devises canadiennes et américaines s'élevaient à 14 milliards. Les grandes banques canadiennes détenaient en 1992 près de 2,2 billions de dollars canadiens de ces instruments dérivés; cette somme était constituée pour plus d'un billion de dollars de contrats à terme de devises étrangères.⁴¹

Les grandes entreprises et sociétés multinationales disposent donc d'un arsenal très varié d'instruments de gestion du risque de change. On peut toutefois se demander si ces outils sont aussi facilement disponibles pour les petites et moyennes entreprises. Si la PME trouve trop onéreux de se protéger contre ce même risque, elle doutera peut-être de la rentabilité du commerce international. Nous avons cependant pu constater que la disponibilité des instruments de couverture, pour les entreprises canadiennes, dépend bien plus de la devise faisant l'objet de la demande que de leur taille ou de l'ampleur (en dollars) de la transaction visée. La PME doit surmonter d'autres obstacles à l'exportation, mais elle-même et ses consoeurs plus importantes préfèrent le plus souvent recourir à des contrats à terme

³⁹ Pour expliquer la nature et l'emploi des crédits croisés de devises, nous nous sommes inspiré de Solnik, B., *International Investments*, deuxième édition, New York, Addison-Wesley Publishing, 1991, pp. 176-177. Le terme «crédit croisé» s'applique plus précisément aux opérations visant les taux d'intérêt, c'est-à-dire les conditions présidant au paiement de deux obligations. En général, il entraîne la cession réciproque, entre deux parties, d'effets de financement dont l'un est établi à taux fixe et l'autre à taux flottant.

⁴⁰ Banque des règlements internationaux, 63^e rapport annuel, Bâle, juin 1993, pp. 124 et 126.

⁴¹ O'Connor, S.M., *The Development of Financial Derivatives Markets: The Canadian Experience*, rapport technique n° 62, Ottawa, Banque du Canada, juin 1993, p. 55.

pour gérer le risque de change. Les banques seront plus disposées à coordonner de telles ententes si la devise en cause est très en demande et facilement disponible.

Conséquences au plan du commerce

Il serait difficile de produire des données démontrant un lien direct entre, d'une part, la présence et la multiplication des moyens de réduire certains risques associés au commerce international et, d'autre part, la croissance des échanges. Les instruments décrits ci-dessus trouvent leur application dans bien des situations étrangères au commerce. Les marchés secondaires étant florissants, les contrats à terme et les options sont intéressants non seulement comme mesures de protection, mais aussi comme investissements.

Dans la mesure où les instruments de couverture rassurent les sociétés commerçantes, nous pouvons dire qu'ils favorisent le commerce, quoique en eux-mêmes ils soient peu susceptibles de le faire dans les marchés jugés trop incertains. Leur rôle consiste plutôt à faciliter les échanges là où les débouchés sont confirmés et où il est possible de maximiser les bénéfices en gérant bien les risques. Notons au passage que les principaux artisans de la croissance du marché des crédits croisés, en 1992, étaient des sociétés asiatiques et américaines; quoique non concluante, cette observation laisse supposer que les entreprises sont de plus en plus conscientes de l'utilité des crédits croisés dans la réduction des risques ou des frais de financement.

4.6 Le commerce international des services financiers

4.6.1 Nature du marché international des services financiers

Quand on s'intéresse aux effets de l'intégration des marchés de capitaux, il faut porter une attention particulière au commerce des services financiers. Ce domaine englobe les activités internationales des banques, des courtiers en valeurs mobilières et des sociétés de fiducie et d'assurance.

Au sens strict de l'expression, il n'y a transaction internationale de services financiers que si le fournisseur et le consommateur résident dans des pays différents.⁴² Par ailleurs, la même définition recouvre diverses opérations, comme, chez les établissements financiers, le consentement de prêts, la réception de dépôts, la souscription d'émissions d'actions ou la prestation de services de courtage pour le compte de clients étrangers.

4.6.2 L'intégration des marchés financiers favorise l'expansion du commerce

Comme nous l'avons indiqué précédemment, l'intégration des marchés financiers internationaux suppose l'absence relative de barrières à la circulation des capitaux. De telles conditions devraient mener à un accroissement du commerce international des services financiers, même si la définition plutôt limitative exprimée ci-dessus sert de base de calcul.

⁴² Voir à ce sujet Conseil économique du Canada, *Le nouvel espace — les marchés canadiens et la mondialisation*, Ottawa, Approvisionnement et Services Canada, 1989, p. 145.

Les banques canadiennes sont fort actives à l'échelle internationale. En 1992, le tiers de leurs prêts est allé à des ressortissants étrangers.⁴³ Selon l'OCDE, la clientèle des succursales bancaires établies à l'étranger est principalement constituée de filiales locales d'entreprises déjà clientes de la banque-mère dans son pays d'origine.⁴⁴ Les opérations sur devises et le crédit commercial sont des champs d'activité privilégiés pour les banques. Parmi les problèmes auxquels doivent faire face les établissements étrangers au moment de se bâtir une clientèle locale de financement figure l'accès souvent difficile à des capitaux peu coûteux, notamment l'épargne des particuliers.

La banque qui désire profiter pleinement des débouchés qui s'ouvrent dans un pays étranger devra souvent s'y donner une présence.⁴⁵ De cette façon, elle pourra se renseigner sur les conditions intérieures, se créer des relations et se faire connaître dans le marché et mieux concurrencer les établissements locaux, qui disposent d'un réseau de succursales et de distribution plus étendu.

Quand on sait avec quelle facilité les capitaux traversent déjà les frontières et quelle est l'importance d'une présence à l'étranger pour y faire naître des occasions d'affaires, il reste à délimiter les vrais impondérables de la libéralisation des marchés financiers, soit l'ouverture à la participation étrangère, le droit d'établissement et l'élimination des obstacles à l'accès véritable, c'est-à-dire des barrières qui gênent l'évolution des intervenants aussi bien étrangers que locaux dans un pays donné. Pour les sociétés qui échangent des biens, le commerce et l'investissement étranger direct sont parfois des moyens différents d'en arriver à une même fin; celles qui offrent des services financiers s'intéressent plus souvent à leur complémentarité.⁴⁶ Pour mettre toutes leurs aptitudes à la disposition d'un marché étranger, les fournisseurs de services financiers sont souvent obligés de s'y installer.

4.6.3 L'expérience récente du Canada

L'ALE a été le premier accord commercial de portée générale à faire mention des services financiers. Il a notamment permis au Canada d'exempter les sociétés américaines de certaines limitations imposées à la participation étrangère; quant aux États-Unis, ils autorisent désormais les établissements aussi bien américains que canadiens à souscrire et à acheter des valeurs garanties par le gouvernement canadien et qui sont offertes dans leur

⁴³ *Revue de la Banque du Canada*, Ottawa, Banque du Canada, automne 1993, tableau C8. Les banques ont consenti des prêts en dollars canadiens s'élevant à 190,744 milliards; de cette somme, 2,241 milliards sont allés à des étrangers. Les prêts bancaires en devises ont atteint 148,449 milliards de dollars; de cette somme, 111,926 milliards avantageaient des ressortissants étrangers.

⁴⁴ Voir à ce sujet OCDE, *Nouveaux défis pour les banques*, Paris, 1992, pp. 23-24.

⁴⁵ Voir Conseil économique du Canada, *op. cit.*, p. 146.

⁴⁶ Il faut se garder de généraliser. L'investissement étranger direct peut aussi favoriser le commerce des marchandises, notamment à l'intérieur même d'une entreprise.

propre marché.⁴⁷ Bien que cet accord ait levé un certain nombre de restrictions nuisant au commerce des services, les organismes de réglementation et les intervenants, des deux côtés de la frontière, ne tardèrent pas à relever ses lacunes. L'ALE, selon eux, était silencieux dans plusieurs domaines : principes généraux quant à l'accès aux marchés et au traitement non discriminatoire, règles de conduite pour les paliers gouvernementaux inférieurs et les organismes d'autoréglementation, liaison directe avec la réglementation de l'investissement et mécanismes de solution des conflits.

L'ALENA représente une correction frappante, en ce qui concerne les principes devant dicter la conduite des gouvernements dans leurs mesures de réglementation des services financiers. Selon cette nouvelle entente, le marché, en ce domaine, s'ouvrira dans le respect d'un ensemble de règles générales fondées sur le traitement national et le traitement NPF, sur le droit des consommateurs de solliciter les fournisseurs des deux pays signataires et sur l'établissement d'une présence commerciale.

Malgré tout, il s'en faut de beaucoup que les banques canadiennes puissent évoluer à leur gré dans le marché américain. Les lois Glass-Steagall et McFadden, qui circonscrivent la portée des services que peuvent offrir les banques américaines et étrangères, n'ont pas été abrogées. En revanche, les établissements financiers canadiens et américains seront autorisés à créer des filiales en propriété exclusive et à prendre le contrôle de sociétés au Mexique (quoique celui-ci ait prévu des mesures de protection provisoires). L'ALENA comprend aussi un mécanisme obligatoire de règlement des différends, conçu pour répondre aux exigences particulières du secteur.

L'implantation progressive des intervenants canadiens au Mexique est un excellent augure pour l'expansion du commerce des services financiers. Les spécialistes estiment qu'en ce domaine ce pays présente plusieurs lacunes : réseau peu étendu, offrant peu de financement hypothécaire et de services d'assurance et marchés du prêt aux entreprises et des contrats à terme peu développés.⁴⁸ Jusqu'ici, une seule banque canadienne (la Banque de Nouvelle-Écosse) s'est résolument engagée au Mexique, en acquérant 5 p. 100 du capital-actions d'un établissement local.

5. LES CONSÉQUENCES AU PLAN DE LA POLITIQUE COMMERCIALE

5.1 De la concertation entre institutions internationales et autorités nationales

Ceux qui élaborent la politique commerciale du Canada devront reconnaître que l'environnement du commerce international est en constante évolution et que la mondialisation des échanges n'est pas un processus fini. Les domaines qui relevaient naguère de la seule prérogative des décideurs nationaux sont envahis graduellement par les décideurs

⁴⁷ Le traitement comparatif des services financiers dans l'ALE et l'ALENA est étudié dans Sauvé, P. et B. Hoekman, *Regional and Multilateral Liberalization of Services Markets: Complements or Substitutes?*, TD/TC(93)15/ANN2, Paris, décembre 1993, pp. 12-18.

⁴⁸ Voir à ce sujet Sauvé, P. et B. Gonzalez-Hermosillo, *Implications of the NAFTA for Canadian Financial Institutions*, C.D. Howe Commentary n° 44, Toronto, C.D. Howe, avril 1993, p. 2.

internationaux. De plus en plus, différents ministères fédéraux exerçant des mandats distincts doivent se concerter et coopérer. Responsable d'élaborer la politique étrangère du Canada et chargé de formuler la politique commerciale, le ministère des Affaires étrangères et du Commerce international (MAECI) sera appelé à embrasser dans l'exercice de son mandat un ensemble de questions toujours plus vaste et varié.

Puisque l'intégration des marchés financiers soulève des interrogations nouvelles au sujet de l'instabilité des taux de change et de ses effets sur le commerce, le Ministère a maintenant partie liée avec la Banque du Canada.⁴⁹ La Banque, en poursuivant son objectif de réduire l'inflation au Canada, contribuera à une plus grande stabilité du dollar canadien.⁵⁰ Nous devons ne pas perdre de vue qu'il existe à long terme une relation entre la stabilité des prix et celle du taux de change. La politique monétaire de la Banque du Canada joue un rôle dans la promotion du commerce extérieur en créant un environnement où les entreprises, rassurées par la stabilité de la monnaie et celle des prix intérieurs, peuvent soutenir la concurrence internationale.

5.2 Les enjeux à venir

5.2.1 Un taux de change fixe?

Ce n'est pas tout le monde qui convient que la stabilité des prix doive être le premier objectif de la Banque du Canada. Certains proposent une autre méthode par laquelle créer un environnement où les entreprises peuvent compter sur un taux de change stable et préserver leur compétitivité dans le marché international. En lieu et place d'un taux de change flexible et d'une politique monétaire visant la stabilité des prix, d'aucuns soutiennent — comme nous l'avons vu plus haut — qu'un taux de change fixe (en pratique, une monnaie commune) est la solution qui s'impose, particulièrement dans une zone de libre-échange. Sans discuter ici des avantages et des inconvénients d'un tel système — voir à ce sujet la section 4.4, plus haut —, contentons-nous de rappeler que la souveraineté nationale est une question politique si délicate qu'il est fort improbable que l'indépendance de la politique monétaire fasse l'objet de quelque négociation que ce soit dans un avenir prévisible.

5.2.2 Volatilité des taux de change et promotion des exportations

Les pays en développement

Il faudra que les sociétés exportatrices, dans la prospection des marchés offerts par les pays en développement, examinent de plus près le niveau de développement atteint par les marchés financiers locaux ainsi que l'accès des entreprises au capital étranger. Au risque de trop simplifier, les pays en développement disposent généralement d'une main-d'oeuvre abondante; c'est la rareté du capital qui vient y freiner la croissance. La recherche de marchés

⁴⁹ Il ne s'agit pas pour autant que le MAECI oeuvre de concert avec la Banque du Canada en vue de la stabilité du taux de change. Déterminer et mettre en oeuvre la politique monétaire du Canada relève du mandat exclusif de la Banque.

⁵⁰ Les politiques de la Banque du Canada peuvent contribuer à une plus grande stabilité du dollar, mais elles ne peuvent le garantir. L'établissement d'un taux de change étant toujours relatif à au moins deux devises, c'est donc que les politiques économiques de plus d'un État sont en cause. La Banque du Canada ne peut, seule, assurer la stabilité de notre dollar.

extérieurs durables gagnerait beaucoup si elle considérait d'abord les pays qui imposent peu de restrictions aux mouvements internationaux des capitaux, qui combattent l'inflation intérieure sans recourir aux contrôles des prix et qui ont entamé, à tout le moins, la libéralisation de leurs marchés financiers.^{51 52}

Comme nous l'avons vu plus haut, la disponibilité des instruments de couverture grâce auxquels les sociétés exportatrices peuvent réduire le risque de change se limite le plus souvent aux partenaires commerciaux dont la devise est très en demande et facilement disponible. Il se peut que le gouvernement ait un rôle à jouer quand il s'agira de faciliter la gestion du risque de change dans des marchés moins développés. On pourrait ainsi envisager la création d'un fonds de couverture qui permettrait aux exportateurs de solliciter des marchés où le risque de change était jusque là considéré trop élevé. On pourrait même concevoir un mécanisme international permettant de répartir davantage le risque de change. À l'heure actuelle, la structure des échanges se trouve à favoriser les partenaires commerciaux avec lesquels le risque de change peut le plus facilement être géré.

Les pays industrialisés

Dans la prospection des marchés offerts par les pays industrialisés, les exportateurs auront tout intérêt à se renseigner sur les instruments propres à réduire les risques financiers en général et le risque de change en particulier. En guise de complément aux initiatives de promotion du commerce extérieur, les mesures favorisant les exportations dans des marchés où les fluctuations des taux de change sont chose courante devraient être accompagnées de programmes d'information au sujet de la gestion du risque de change.

Transmission des effets de l'instabilité monétaire et mesures antidumping

La relation entre les variations des taux de change et les prix à l'exportation peut avoir des conséquences importantes eu égard aux mesures antidumping. Comme nous l'avons mentionné à la section 4.3.2, Harris soutient que les exportateurs canadiens transmettent généralement à leurs clients étrangers les fluctuations monétaires, si bien qu'ils ne risquent pas d'être accusés de dumping. Une étude sectorielle a pourtant constaté que dès exportateurs canadiens absorbaient l'appréciation de leur propre monnaie et se trouvaient à réduire leur prix à l'exportation par rapport aux prix intérieurs.⁵³ Cette disparité peut donner lieu à des accusations de dumping, même si elle résulte d'une décision rationnelle prise par un exportateur pour aligner ses prix à ceux du marché étranger de manière à ne pas perdre de parts de marché par suite de l'appréciation de sa propre monnaie. Le Ministère ne peut méconnaître les effets que les fluctuations des taux de change peuvent avoir sur les prix à

⁵¹ Les économistes voient les contrôles des prix comme étant des mesures temporaires qui entraînent des pénuries, l'émergence du marché noir et des pertes d'efficacité au plan de la production et de la consommation.

⁵² L'inflation que l'on ne maîtrise pas se solde généralement par une appréciation réelle de la monnaie nationale. En effet, les gouvernements sont peu enclins à rajuster le taux de change nominal à l'inflation, afin d'éviter des hausses de prix des importations et des exportations. Résultat, les importations grimpent, les exportations chutent, et souvent des restrictions quantitatives viennent frapper les importations, en réponse à un déficit croissant de la balance des paiements.

⁵³ Voir à ce sujet Schembri, L., «Export Prices and Exchange Rates: An Industry Approach», in *Trade Policies for International Competitiveness*, Chicago, University of Chicago Press, 1989, pp. 185-203.

l'exportation, sur les décisions qu'ont à prendre les exportateurs canadiens et sur le risque que nos partenaires commerciaux recourent à des mesures antidumping. La problématique des fluctuations monétaires rend encore plus pressante la réforme des pratiques antidumping actuelles.

5.2.3 L'internationalisation des institutions financières favorise les exportations

S'agissant de déterminer la relation existant entre le niveau de nos exportations et la présence à l'étranger des banques canadiennes, on peut tirer de notre étude deux constatations. Premièrement, la hausse des investissements à l'étranger et l'intensification des échanges sont généralement des phénomènes simultanés, chacun allant à l'appui de l'autre. Deuxièmement, la clientèle des succursales bancaires établies à l'étranger est principalement constituée de filiales locales d'entreprises déjà clientes de la banque-mère dans son pays d'origine.

Étant donné l'effet de renforcement mutuel des échanges et des investissements ainsi que le fait que les succursales bancaires à l'étranger s'attirent une clientèle d'entreprises nationales, on peut conclure que la présence des banques canadiennes dans les marchés étrangers y favorisera nos exportations et qu'en retour l'accroissement des échanges avec un pays donné incite les banques à s'y établir. Comme nombre de nos sociétés exportatrices feront plus volontiers affaire avec une banque canadienne, la présence à l'étranger de nos banques pourrait constituer l'un des facteurs déterminants dans la décision d'exporter.

5.2.4 Accès aux marchés et commerce international des services financiers

Les États-Unis

L'ALENA n'offre que peu de gains immédiats en matière de libéralisation du commerce des services financiers entre le Canada et les États-Unis, bien que l'on y trouve pour la première fois un mécanisme obligatoire de règlement des différends dans ce secteur. Les principes généraux qu'affirme l'Accord en matière d'accès aux marchés garantissent que les institutions canadiennes pourront bénéficier des mesures éventuelles de libéralisation du marché américain, par exemple si les restrictions américaines aux activités bancaires inter-États étaient levées de manière significative.

Tant que le secteur bancaire des États-Unis sera assujéti à la loi Glass-Steagall (qui sépare l'activité des banques du commerce des valeurs mobilières) et à la loi McFadden (qui interdit les activités bancaires inter-États), les activités des banques canadiennes dans le marché américain resteront soumises à des restrictions considérables. Les États-Unis sont l'un des rares pays où n'existe pas de réseau bancaire national, où les produits financiers qu'une banque peut offrir sont limités et où prolifèrent encore les organismes chargés de réglementer l'activité des banques, des courtiers en valeurs mobilières et des sociétés d'assurance. Les gains que peuvent s'attendre à obtenir les négociateurs canadiens au cours d'éventuels pourparlers bilatéraux demeureront limités par la grande complexité du secteur américain des services financiers.

Le Japon

Comme le fait la loi Glass-Steagall aux États-Unis, l'article 65 de la loi japonaise sur le commerce des valeurs mobilières impose une nette séparation des activités bancaires et de celles des courtiers en valeurs mobilières. Toutefois, la loi modificatrice adoptée par la Diète japonaise en juin 1992 permet aux banques et aux maisons de courtage de s'adonner à l'une et à l'autre des activités par le biais de leurs filiales.⁵⁴ Les barrières érigées par l'article 65 ne sont pas toutes démantelées, un certain cloisonnement restant prévu entre les deux types d'activité.

Le Japon n'interdit pas, comme le fait le Canada, l'ouverture dans son marché de succursales directes par des banques étrangères, mais exige pour chaque établissement la délivrance d'une licence distincte. Le traitement national est accordé aux filiales locales des banques étrangères, mais le Japon, comme la plupart des pays de l'OCDE, se réserve le droit de faire entrer des considérations de réciprocité dans sa décision d'approuver ou non l'implantation chez lui de banques étrangères.

L'Union européenne

La deuxième directive européenne sur la coordination du secteur bancaire permet à une banque (ou à l'une de ses filiales) détenant une autorisation d'exercice dans l'un ou l'autre des États membres de l'UE d'ouvrir des succursales et d'offrir des services bancaires partout ailleurs dans le territoire de l'Union.⁵⁵ La banque-mère, y compris ses succursales dans les autres pays, reste régie par les autorités de son pays d'origine, celui où elle a été constituée en société.

Certains auteurs ont émis l'hypothèse que l'émergence d'un marché européen unique des services financiers pourrait entraîner l'expansion des réseaux des banques européennes, que ce soit par fusions et acquisitions ou par l'accroissement du nombre de leurs succursales.⁵⁶ Bien que les études empiriques ne permettent pas de conclure que les banques peuvent profiter des économies d'échelle que l'on attendrait de l'exploitation de réseaux élargis, on peut penser que le coût d'entrer dans un marché où existent de tels réseaux serait prohibitif. Par exemple, les banques canadiennes pourraient éprouver de la difficulté à entrer dans le marché européen et à y rivaliser, surtout si le modèle allemand de la «banque

⁵⁴ Loi concernant les modifications législatives nécessitées par la réforme du système financier et du commerce des valeurs mobilières, Loi du Japon n° 87, 1992. Connue sous le titre abrégé de loi sur la réforme du système financier, cette loi en modifie quinze autres et en abroge une. On trouvera une analyse du système financier japonais et des conséquences de la récente réforme dans Cargill, T.F. et G.F.W. Todd, «Japan's Financial System Reform Law: Progress Toward Financial Liberalization?», *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 19, n° 1, New York, 1993, pp. 47-84.

⁵⁵ C'est ce qu'on appelle l'«agrément unique». Ainsi, les institutions financières autorisées dans un pays de l'UE peuvent s'établir dans un autre pays membre sans avoir à reprendre tout le processus d'autorisation.

⁵⁶ Voir à ce sujet Fonds monétaire international, *International Capital Markets Part II. Systemic Issues in International Finance*, World Economic and Finance Surveys, Washington, août 1993, p. 41.

universelle» s'y répandait davantage.⁵⁷ Un changement de stratégie s'imposerait alors, qui pourrait consister à trouver des créneaux où offrir des services financiers spécialisés.

5.2.5 L'avenir du commerce international des services financiers

La gestion du risque systémique

La plupart des spécialistes s'accordent à dire que l'intégration des marchés financiers internationaux ainsi que l'émergence de nouveaux instruments financiers (surtout les instruments dits «dérivés») et la croissance des marchés secondaires correspondants n'ont pas été accompagnées par la mise à jour du cadre de réglementation.⁵⁸ Les instruments dérivés ont resserré les liens entre les différents segments des marchés financiers, à l'intérieur de chaque pays comme à l'échelle internationale. Devant la croissance d'un tel rapprochement, des craintes se sont exprimées voulant que les perturbations dans un marché aient trop aisément des répercussions dans un autre. Beaucoup d'attention a été accordée à la réponse que les organismes de réglementation pourront apporter à ce nouveau problème de gestion du risque systémique — chose certaine, cette réponse aura ses effets sur le commerce international des services financiers.⁵⁹

La Banque des règlements internationaux (BRI) a déterminé que l'évolution du risque systémique posait aux autorités quatre difficultés principales.⁶⁰

- Il faudra élargir la réglementation et le contrôle prudentiels aux institutions financières autres que les banques. De plus, il est souhaitable que l'intensification, survenue au long des années 1980, de la coopération entre les contrôleurs du secteur bancaire intervienne maintenant entre les contrôleurs des secteurs des valeurs mobilières et de l'assurance (le processus est déjà en cours).
- Les contrôles exercés à l'égard de chaque institution doivent être complétés au moyen de mécanismes prudentiels qui permettent de faire face aux problèmes particuliers résultant des liens plus étroits entre établissements. La BRI signale que de tels mécanismes en matière de paiements et de règlements viennent en tête de ses priorités.

⁵⁷ Dans le modèle bancaire allemand, on permet aux banques d'offrir une large gamme de services et d'occuper une place importante dans le commerce des valeurs mobilières. Le modèle dit anglo-saxon, quant à lui, limite l'activité des banques avant tout à la réception des dépôts et au prêt commercial. Il est permis de se demander si les «banques universelles» seront en mesure de profiter d'économies d'échelle, c'est-à-dire de réduire le coût des services grâce à l'exercice d'une gamme élargie d'activités. Dans l'affirmative, il deviendrait plus difficile pour les banques étrangères de rivaliser avec des banques européennes dont les frais d'exploitation seraient moins élevés.

⁵⁸ Voir à ce sujet Fonds monétaire international, *op. cit.*, p. 31.

⁵⁹ Voir McDonough, W.J., «The Global Derivatives Market», *Quarterly Review*, New York, Federal Reserve Bank of New York, automne 1993, pp. 1-5.

⁶⁰ Voir Banque des règlements internationaux, 62^e rapport annuel, Bâle, juin 1992, pp. 209-212.

- En leur qualité de gestionnaires de crise détenant la responsabilité finale pour ce qui concerne la masse monétaire, les banques centrales devront adapter leurs méthodes d'intervention au nouvel environnement financier. La complexité des interactions entre les marchés et les institutions exigera des banques centrales une connaissance encore plus poussée des rouages du marché et des intervenants si elles veulent rester en mesure d'intervenir de manière appropriée et au moment opportun.
- Il s'agira d'arriver au meilleur équilibre entre l'autodiscipline des marchés et l'intervention des autorités. L'autodiscipline seule ne saurait toujours assurer la stabilité systémique, alors les interventions trop fréquentes des autorités peuvent susciter chez les intervenants du marché un sentiment de fausse sécurité de nature à leur faire accepter des risques excessifs.

Les normes de capitalisation et les contrôles concertés

La réglementation internationale du secteur bancaire s'est intéressée récemment aux normes de capitalisation et aux contrôles concertés des établissements étrangers d'une même banque.⁶¹ L'Accord de Bâle, conclu en juillet 1988, a mis en place des exigences internationales quant aux fonds propres, en proportion du risque de crédit assumé par chaque institution. On peut s'attendre dans un proche avenir à l'harmonisation des normes de capitalisation applicables aux banques et aux maisons de courtage, maintenant qu'au Canada, en France, en Italie et au Royaume-Uni les banques peuvent acquérir des courtiers en valeurs mobilières.

Du fait de l'internationalisation croissante des marchés financiers, la capacité des contrôleurs de régir les institutions intérieures se trouve quelque peu amoindrie. La fermeture de la Bank of Credit and Commerce International, en 1991, illustre bien les lacunes de la réglementation transnationale s'appliquant aux succursales de banques étrangères, à leurs filiales et aux coentreprises. Les inspecteurs du Groupe des dix ont convenu de quatre normes minimales en vue de corriger la situation.

- Les banques d'envergure internationale devraient être contrôlées par l'autorité compétente de leur pays d'origine, à qui elles divulgueront les renseignements portant sur leurs activités dans le monde entier.
- L'ouverture outre-frontières d'établissements bancaires devraient être soumise à l'autorisation et du contrôleur du pays d'accueil et de celui du pays d'origine.
- Les inspecteurs du pays d'origine devraient être en mesure (avec la collaboration des inspecteurs du pays d'accueil) de réunir l'information nécessaire au sujet des banques internationales qu'ils contrôlent.
- Les autorités du pays d'accueil devraient sanctionner que les conditions ci-dessus ont été respectées, à défaut de quoi elles pourraient imposer certaines restrictions ou même interdire l'ouverture des établissements bancaires en cause.

⁶¹ Voir Fonds monétaire international, *op. cit.*, pp. 33-37.

La mise en oeuvre de pareilles recommandations, en matière de contrôles concertés comme de gestion du risque systémique, pourrait donner à penser que les établissements financiers transnationaux feront bientôt face à nombre de nouvelles contraintes imposées à leur exploitation. Ces règles ne devraient pas néanmoins toucher également toutes les institutions : celles qui pratiquent déjà l'autodiscipline en matière de gestion du risque n'y verront rien de si contraignant.

5.2.6 L'avenir du commerce des services financiers : le point de vue du Canada

La compétitivité dans le marché international des institutions financières canadiennes dépend énormément du cadre réglementaire intérieur. Si par exemple la réglementation canadienne tardait à reconnaître que les clients des banques peuvent aujourd'hui se financer à de nouvelles sources, nos banques perdraient des parts de marché et leur capacité à rivaliser dans les marchés intérieur et international avec d'autres institutions offrant un éventail plus large de services s'en trouverait diminuée.

De même, la réglementation du secteur financier influe sur la compétitivité internationale des sociétés exportatrices. Des études récentes ont montré que les sociétés allemandes et japonaises pouvaient encore profiter de relations privilégiées avec les institutions financières nationales.⁶² On croit que les liens étroits entre les entreprises et les intermédiaires financiers procurent aux premières l'accès à des sources plus «patientes» de capitaux et permettent aux dirigeants d'entreprise de planifier leurs opérations de financement à plus long terme. À cet égard, les désavantages dont souffrent les entreprises canadiennes, qu'elles produisent pour le marché intérieur ou pour l'exportation (ou les deux), ne peuvent être compensés par la seule vertu d'une révision de la réglementation. On peut caractériser par son «biais-consommateur» le système nord-américain qui exige des sociétés transparence et séparation des dirigeants et des actionnaires. À cette aune, les systèmes allemand et japonais se caractérisent par leur «biais-producteur». Pourtant, toute la question est de savoir si la libre concurrence joue au sein des alliances inter-entreprises, et entre celles-ci (que l'on songe aux *keiretsu* japonaises). L'état des connaissances montre que la libre concurrence peut effectivement y jouer, et l'intensification de la concurrence d'outre-frontières qu'amène dans un marché la libéralisation des échanges en constitue tout probablement une garantie supplémentaire. Quoi qu'il en soit, l'interaction entre la politique de concurrence et les alliances inter-entreprises est un problème qui vaille qu'on l'étudie de manière plus approfondie.

Le gouvernement du Canada a modifié en 1992 les lois qui régissent les services que les institutions financières peuvent offrir ainsi que les règles de propriété et les mesures prudentielles que ces dernières doivent respecter.⁶³ En résultat, les institutions financières canadiennes peuvent maintenant offrir la plupart des services, que ce soit directement ou par

⁶² Voir U.S. Congress, Office of Technology Assessment, *Multinationals and the National Interest: Playing by Different Rules*, Washington, 1993, pp. 139-141.

⁶³ Le 1^{er} juin 1992, la *Loi sur les banques*, la *Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt*, la *Loi sur les sociétés d'assurance* et la *Loi sur les associations coopératives de crédit* ont été promulguées. On trouvera une analyse de la réforme canadienne du secteur financier dans Daniel, F., C. Freedman et C. Goodlet, «Restructuring the Canadian Financial Industry», *Revue de la Banque du Canada*, hiver 1992-1993, pp. 21-45.

le biais de leurs filiales. Plusieurs questions restent cependant à régler, que l'Association des banquiers canadiens (ABC) voit comme des obstacles à l'amélioration de la compétitivité des institutions canadiennes.⁶⁴

- On ne permet pas aux banques de distribuer dans leurs succursales des produits comme les rentes viagères et les polices d'assurance, non plus que d'offrir le financement de l'acquisition d'automobiles par crédit-bail.
- Même si les activités des banques et des sociétés de fiducie sont similaires, la participation de toute personne au capital-actions des banques de l'annexe 1 est limitée à 10 p. 100, prescription qui ne s'applique pas aux sociétés de fiducie. L'ABC propose que toutes les institutions recevant des dépôts soient assujetties à pareille exigence, de manière à favoriser une large répartition du capital-actions propre à empêcher la mainmise étrangère.
- Une restructuration du système canadien d'assurance-dépôts s'impose si l'on veut inciter nos institutions financières à plus d'autodiscipline. Selon l'ABC, les politiques actuelles de la Société d'assurance-dépôts du Canada font obstacle au jeu des forces du marché qui devraient constituer la première ligne de défense contre les risques excessifs.
- Les réglementations fédérale et provinciales pèchent par manque d'uniformité. L'harmonisation et la rationalisation des normes régissant le secteur financier rehausseraient la compétitivité internationale des institutions financières canadiennes.

Comme les lois financières de 1992 seront réexaminées d'ici juin 1997 et que le gouvernement fédéral s'est engagé à procéder à des réexamens subséquents tous les dix ans, certaines des questions abordées ci-dessus referont surface prochainement. Il n'en reste pas moins que les développements le plus importants sont déjà intervenus pour ce qui concerne la compétitivité dans le marché international de nos institutions financières. L'élargissement des services que ces dernières peuvent offrir favorise plus d'efficacité au sein du secteur financier canadien, si bien que leur position à l'étranger ne peut qu'en être améliorée — tout comme d'ailleurs celle de nos sociétés exportatrices qui doivent rivaliser avec des concurrentes dans des marchés où les secondes jouissent d'un accès facile à des services financiers efficaces.

⁶⁴ Le développement qui suit est tiré de *Reshaping the Financial Sector: The 1991 Bank Act Revision*, Association des banquiers canadiens, Toronto, 1992.

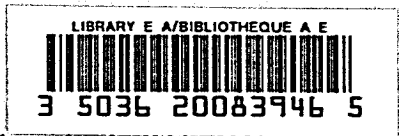
BIBLIOGRAPHIE

- Amano, R., E. Beaulieu et L. Schembri, «Trade Hysteresis: Theory and Evidence for Canada», in *Taux de change et économie*, Ottawa, Banque du Canada, 1993.
- Banque des règlements internationaux, 63^e rapport annuel, Bâle, juin 1993.
- Banque du Canada, *Revue de la Banque du Canada*, Ottawa, automne 1993.
- Bennett, P., «The Influence of Financial Changes on Interest Rates and Monetary Policy: A Review of Recent Evidence», *Quarterly Review*, New York, Federal Reserve Bank of New York, été 1990.
- Blundell-Wignall, A. et F. Browne, *Increasing Financial Market Integration, Real Exchange Rates and Macroeconomic Adjustment*, document de travail n° 96, Service de l'économique et de la statistique, OCDE, Paris, février 1991.
- Cargill, T.F. et G.F.W. Todd, «Japan's Financial System Reform Law: Progress Toward Financial Liberalization?», *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 19, n° 1, New York, 1993.
- Close, N. et C. Duenwald, «Survey of the Canadian Foreign Exchange Market», *Revue de la Banque du Canada*, octobre 1992.
- Comité économique de l'Association européenne de libre-échange, *Consequences and Problems of Liberalizing Capital Movements in the EFTA Countries*, Bruxelles, juillet 1989.
- Conseil économique du Canada, *Le nouvel espace — les marchés canadiens et la mondialisation*, Ottawa, Approvisionnement et Services Canada, 1989.
- Crockett, A.D., «Financial Market Implications of Trade and Currency Zones», in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1991.
- Daniel, F., C. Freedman et C. Goodlet, «Restructuring the Canadian Financial Industry», *Revue de la Banque du Canada*, hiver 1992-1993.
- de Grauwe, P., «Exchange Rate Variability and the Slowdown in Growth of International Trade», *Staff Papers*, vol. 35, n° 1, Washington, Fonds monétaire international, mars 1988.
- Dion, R. et J. Jacob, *The Dynamic Effects of Exchange Rate Changes on Canada's Trade Balance, 1982-1987*, document de travail 90-1, Ottawa, Banque du Canada, décembre 1989.

- Engel, C. et C.S. Hakkio, «Exchange Rate Regimes and Volatility», *Economic Review*, vol. 78, n° 3, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, troisième trimestre 1993.
- Euromoney*, «Guide to World Equities», Euromoney Publications, Londres, 1993.
- Feldstein, M., «Does One Market Require One Money?», in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1991.
- Fenton, P. et J. Murray, «Optimum Currency Areas: A Cautionary Tale», in *Taux de change et économie*, Ottawa, Banque du Canada, 1993.
- Fonds monétaire international, *Exchange Rate Volatility and World Trade*, monographie n° 28, Washington, service de la recherche du Fonds monétaire international, juillet 1984.
- _____, «Effectiveness of Monetary Policy After Financial Market Liberalization», *World Economic Outlook*, note supplémentaire n° 5, 1991.
- _____, *International Capital Markets Part II. Systemic Issues in International Finance*, World Economic and Financial Surveys, août 1993.
- _____, *Statistiques financières internationales*, 1992.
- Frankel, J.A., «International Capital Mobility and Exchange Rate Volatility», in *International Payments Imbalances in the 1980s*, Boston, Federal Reserve Bank of Boston, 1988.
- Harris, R.G., *Les taux de change et la compétitivité internationale de l'économie canadienne*, Ottawa, Conseil économique du Canada, 1992.
- _____, *Trade, Money, and Wealth in the Canadian Economy*, Toronto, C.D. Howe Benefactors Lecture, 1993.
- _____, «Exchange Rates and Hysteresis in Trade», in *Taux de change et économie*, Ottawa, Banque du Canada, 1993.
- Hill, R., «Exchange Rates, Financial Markets and Trade Liberalization», in *Domestic Policies and the International Economic Environment*, vol. 12 des études préparées pour la Commission royale d'enquête sur l'union économique et les perspectives de développement du Canada, Toronto, University of Toronto Press, 1985.
- Hirle, B. et J. Kelleher, «Financial Market Evolution and the Interest Sensitivity of Output», *Quarterly Review*, New York, Federal Reserve Bank of New York, été 1990.
- Hung, J., «Assessing the Exchange Rate's Impact on U.S. Manufacturing Profits», *Quarterly Review*, New York, Federal Reserve Bank of New York, hiver 1992-1993.
- Julius, D., *Global Companies and Public Policy*, Chatham House Papers, The Royal Institute of International Affairs, Londres, Pinter Publishers, 1990.

- Kalymon, B., *Global Innovation and The Impact on Canada's Financial Markets*, Toronto, John Wiley and Sons Canada et le Centre national de recherche et de développement en administration, 1987.
- Kane, D.R., *The Eurodollar Market and the Years of Crisis*, New York, St. Martin's Press, 1983.
- Kumar, V. et J.A. Whitt, «Exchange Rate Variability and International Trade», *Economic Review*, Atlanta, Federal Reserve Bank of Atlanta, mai-juin 1992.
- Laidler, D.E.W., «One Market, One Money? Well, Maybe.. Sometimes...», in *Policy Implications of Trade and Currency Zones*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1991.
- McDonough, W.J., «The Global Derivatives Market», *Quarterly Review*, New York, Federal Reserve Bank of New York, automne 1993.
- Meier, G.M., *Leading Issues in Economic Development*, cinquième édition, New York, Oxford University Press, 1989.
- Mills, T.C. et G.E. Wood, «Does the Exchange Rate Regime Affect the Economy?», *Review*, St. Louis, Federal Reserve Bank of St. Louis, juillet-août 1993.
- Murray, J. et R. Khemani, *International Interest Rate Linkages and Monetary Policy: A Canadian Perspective*, rapport technique n° 52, Ottawa, Banque du Canada, décembre 1989.
- O'Brien, R., *Global Financial Integration: The End of Geography*, Chatham House Papers, Londres, Royal Institute of International Affairs, 1992.
- O'Connor, S.M., *The Development of Financial Derivatives Markets: The Canadian Experience*, rapport technique n° 62, Ottawa, Banque du Canada, juin 1993.
- OCDE, *Nouveaux défis pour les banques*, Paris, 1992.
- _____, *Perspectives économiques*, n° 53, Paris, juin 1993.
- Ogata, S., R.N. Cooper et H. Schulmann, *International Financial Integration: The Policy Challenges*, rapport du groupe de travail de la Commission trilatérale, n° 37, 1989.
- Papaioannou, M.G. et L.K. Duke, «The Internationalization of Emerging Equity Markets», *Finances et développement*, vol. 30, n° 3, Washington, Fonds monétaire international et Banque mondiale, septembre 1993.
- Purvis, D.D., «Economic Integration, Currency Areas and Macroeconomic Policy», in *Taux de change et économie*, Ottawa, Banque du Canada, 1993.

- Rose, A.K., «Discussion» après «Regime Switching and Exchange Rate Bubbles», S. van Norden, in *Taux de change et économie*, Ottawa, Banque du Canada, 1993.
- Sauvé, P. et B. Gonzalez-Hermosillo, *Implications of the NAFTA for Canadian Financial Institutions*, C.D. Howe Commentary, n° 44, Toronto, C.D. Howe, avril 1993.
- Sauvé, P. et B. Hoekman, *Regional and Multilateral Liberalization of Services Markets: Complements or Substitutes?*, Direction du commerce de l'OCDE, TD/TC(93)15/ANN2, Paris, OCDE, décembre 1993.
- Schembri, L., *Export Prices and Exchange Rates: An Overview*, présentation à la Conférence mondiale sur les déséquilibres économiques, Montréal, juin 1989.
- _____, «Export Prices and Exchange Rates: An Industry Approach», in *Trade Policies for International Competitiveness*, Chicago, University of Chicago Press, 1989.
- Seebach, D., *Globalization: The Impact on the Trade and Investment Dynamic*, document du groupe des politiques, n° 93/7, Ottawa, Affaires extérieures et Commerce extérieur Canada, juin 1993.
- Sercu, P. et C. Vanhulle, «Exchange Rate Volatility, International Trade and the Value of Exporting Firms», *Journal of Banking and Finance*, n° 16, North Holland Press, 1992.
- Solnik, B., *International Investments*, deuxième édition, New York, Addison-Wesley Publishing, 1991.
- Statistique Canada, *Bilan des investissements internationaux du Canada, 1926-1992*, n° 67-202, Ottawa, mars 1993.
- Symons, E.L., «The United States Banking System», *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 19, n° 1, New York, 1993.
- Tavlas, G.S., «The Theory of Optimum Currency Areas Revisited», *Finances et développement*, vol. 30, n° 2, Washington, Fonds monétaire international et Banque mondiale, juin 1993.
- The Economist*, «International Banking Survey», Londres, 10 avril 1993.
- U.S. Congress, Office of Technology Assessment, *Multinationals and the National Interest: Playing by Different Rules*, Washington, 1993.
- White, W.R., *Some Implications of International Financial Integration for Canadian Public Policy*, rapport technique n° 57, Ottawa, Banque du Canada, décembre 1991.



- 13. Programme de diversification du libre-échange au lendemain de l'ALENA et des NCM, par Keith H. Christie. Document n° 94/04 (janvier 1994).*
- 14. Global Strategies and Foreign Direct Investment: Implications for Trade and the Canadian Economy, par Julie Fujimura. Document n° 94/07 (février 1994).
- 15. Competition and Trade Policy Interface: Some Issues in Vertical Restraints, by I. Prakash Sharm and Prue Thomson. (À paraître).
- 16. Competition Policy Convergence : Abuse of Dominant Position, par I. Prakash Sharma, Prue Thomson et Nicolas Dimic. (À paraître).

B) DOCUMENTS SUR LA PROMOTION DU COMMERCE :

- 1. From a Trading Nation to a Nation of Traders : Towards a Second Century of Trade Development, par Andrew Griffith. Document n° 92/05 (mars 1992).
- 2. Exportation et création d'emplois, par Morley Martin, Document n° 93/06 (juin 1993).*

C) DOCUMENTS SUR LE COMMERCE RÉGIONAL ET L'ÉCONOMIE :

- 1. Les approches particulières : régionalisme et diplomatie économique canadienne, par Keith H. Christie. Document n° 93/08 (mai 1993).*
- 2. Canada in the Americas : New Opportunities and Challenges, divers membres du Groupe de la Planification des politiques (à paraître).
- 5. China 2000 : The New Challenges, par Steve Lavergne. (À paraître).

D) AUTRES DOCUMENTS :

- 1. Croissance démographique et Conséquences pour les politiques n° 92/07 (avril 1992).*
- 2. Pour des sanctions Document n° 93/04 (mars 1993).*
- 3. L'or noir : Évolution pour le Canada par Shusma Gera.
- 4. Determinants of Economic Policy Implications e and Canadian (4).
- 5. Still an Albatross? (À paraître).

CA1 EA533 94P01 FRE ex.1 DOCS
McCormack, James

* Disponible en français