

Les acquisitions d'entreprises par des intérêts étrangers et le dollar canadien : examen des données et implications

Lawrence Schembri, département des Relations internationales

- *Depuis 1995, les acquisitions d'entreprises étrangères par des résidents canadiens et celles d'entreprises canadiennes par des résidents d'autres pays ont augmenté. Le solde net de ces opérations a toutefois été pratiquement nul durant la majeure partie de la période. En 2000, un petit nombre de prises de contrôle de grande envergure ont provoqué une hausse marquée des entrées de capitaux visant l'acquisition d'entreprises canadiennes.*
- *Selon les modèles types d'équilibre des actifs internationaux, il n'existerait aucune relation entre le taux de change du dollar canadien et les prises de contrôle d'entreprises canadiennes par des intérêts étrangers puisqu'une variation du taux de change ne confère pas d'avantage systématique aux acheteurs étrangers par rapport aux acheteurs nationaux. L'analyse empirique ne fait ressortir aucun lien entre le cours du dollar canadien et les prises de contrôle par des capitaux étrangers.*
- *Les acquisitions d'entreprises canadiennes par des non-résidents se traduisent vraisemblablement par une amélioration du bien-être. Ces prises de contrôle reposent sur le consentement mutuel des parties et supposent que les acheteurs étrangers s'estiment en mesure de faire fructifier davantage l'actif de l'entreprise, sans doute par la réalisation d'économies d'échelle et de gamme dans les processus de production et de distribution ou par l'apport d'éléments d'actif productifs incorporels, comme leur expertise en matière de gestion.*

Certains craignent que la récente dépréciation du dollar canadien n'ait entraîné une sous-évaluation des entreprises canadiennes qui les a rendues plus vulnérables aux prises de contrôle par des intérêts étrangers et que ces changements de propriété ne soient pas dans le meilleur intérêt des Canadiens. Le présent article vise à répondre à ces inquiétudes. Les motifs de ces craintes sont d'abord passés en revue. Puis, nous étudions les flux d'investissements directs étrangers entre le Canada et le reste du monde qui sont liés à des acquisitions afin d'établir si les prises de contrôle d'entreprises canadiennes par des capitaux étrangers se sont accrues par rapport à celles d'entreprises étrangères par des capitaux canadiens durant les années 1990¹. Nous avons ensuite recours à un modèle type d'équilibre des actifs pour mener une analyse théorique des liens possibles entre les variations du taux de change et la valeur des entreprises d'un pays. Enfin, nous examinons les incidences qu'a sur le bien-être l'acquisition d'entreprises par des non-résidents.

1. Statistique Canada ventile les flux d'investissements directs étrangers en trois grandes catégories : les acquisitions, les autres flux à long terme (c'est-à-dire les injections d'argent frais) et les bénéfices non répartis. Les deux premières catégories sont généralement les plus importantes. Pour plus de détails, voir la publication n° 67-001 au catalogue de Statistique Canada.

Pourquoi ces inquiétudes? Sont-elles fondées?

Avant d'entreprendre les analyses empirique et théorique, il convient de se pencher sur le raisonnement qui semble sous-tendre les inquiétudes au sujet d'un lien possible entre la récente dépréciation du dollar canadien et les prises de contrôle par des intérêts étrangers. Ces inquiétudes s'appuient sur deux prémisses erronées. D'abord, les gens s'attendent souvent à ce que le taux de change se situe à un niveau assurant l'égalité des prix des biens et des services dans différents pays une fois ces prix exprimés en une monnaie commune — à ce qu'il y ait en somme « parité des pouvoirs d'achat ». Par exemple, ceux qui voyagent à l'étranger s'étonnent parfois du prix élevé d'une tasse de café en Europe ou du bas prix d'un vêtement dans un pays à marché émergent, car ils croient que le taux de change est établi de façon à ce que les prix soient les mêmes ici et à l'extérieur de nos frontières. La présence d'un écart entre le taux correspondant à la parité des pouvoirs d'achat (le taux qui permet d'égaliser les prix de paniers nationaux de consommation de biens et services) et le taux effectivement observé ne signifie pas forcément qu'une monnaie est sous-évaluée ou surévaluée. La deuxième erreur est de penser que l'achat d'une entreprise, ou d'un actif, est analogue à celui d'un bien ou d'un service à des fins de consommation immédiate, comme si les activités d'investissement et de consommation s'équivalaient.

Plusieurs hypothèses ont été avancées pour expliquer les écarts entre le taux de change déterminé par le marché et le taux de change correspondant à la parité des pouvoirs d'achat². L'explication la plus acceptée est que de nombreux biens et services ne font pas l'objet d'échanges internationaux en raison de la présence de coûts de transport ou d'autres barrières. Par exemple, les services fournis par la main-d'œuvre et découlant de l'occupation du sol sont difficilement exportables, tout comme un grand nombre de produits finaux pour lesquels ces services constituent d'importants intrants. L'absence d'échanges internationaux et d'arbitrage des prix implique donc des écarts entre les niveaux des prix de différents pays, et il n'y a aucune raison de s'attendre à ce que le taux de change s'ajuste de manière à les éliminer. C'est

2. Voir Dornbusch (1988) pour une analyse éclairante de ce concept. En général, la parité des pouvoirs d'achat ne se vérifie pas, sauf peut-être pour un tout petit nombre de produits normalisés négociés activement à l'échelle internationale (par exemple, l'or en lingot et le pétrole brut).

pourquoi le taux de change effectivement observé n'assure généralement pas la parité des pouvoirs d'achat³.

Les raisons qui motivent l'acquisition d'une entreprise ou d'un actif diffèrent intrinsèquement de celles qui conduisent à acheter un bien ou un service final. Un agent économique achète habituellement un bien ou un service en vue de le consommer et d'augmenter ainsi son niveau de bien-être ou d'utilité, alors qu'il acquiert une entreprise pour le flux de bénéfices futurs qu'elle devrait générer. Le prix d'une entreprise est donc déterminé par la valeur attendue d'un flux de bénéfices futurs incertains, corrigé du risque qui est associé à ce flux et qui ne peut être éliminé par la diversification. Par conséquent, si les marchés internationaux de capitaux sont efficaces, ce prix devrait s'ajuster entièrement à toute variation du taux de change qui modifie la valeur attendue du flux de bénéfices futurs. Autrement dit, si les marchés sont efficaces, le prix d'une entreprise réagira à l'évolution du taux de change de façon à égaliser les taux de rendement espérés corrigés du risque, et ce, pour tous les actifs internationaux (Froot et Stein, 1991). Toutefois, il est important de reconnaître que, comme le taux de change se modifie souvent de manière graduelle, le prix d'une entreprise s'ajuste lui aussi progressivement, toutes choses égales par ailleurs. Cette dernière condition n'étant jamais respectée dans la réalité, ce prix dépend d'une série de facteurs, de sorte qu'il est difficile de discerner l'ajustement de prix attribuable à une variation du taux de change.

Une baisse du taux de change [...] ne confère pas normalement d'avantage particulier aux acheteurs étrangers par rapport aux acheteurs nationaux.

En résumé, le raisonnement selon lequel les entreprises nationales constituent des cibles attrayantes pour les

3. Durant la période écoulée depuis 1991, le taux de change du dollar canadien correspondant à la parité des pouvoirs d'achat s'est établi en moyenne à 0,83 dollar É.-U., et le taux de change effectivement observé à 0,73 dollar É.-U. Pourtant, Lafrance et van Norden (1995) ainsi que Laidler et Aba (2002) montrent que l'équation empirique de taux de change de la Banque du Canada explique de façon satisfaisante l'évolution du taux de change.

acheteurs étrangers lorsque le taux de change est inférieur à sa valeur d'équilibre selon la parité des pouvoirs d'achat repose sur deux erreurs conceptuelles fondamentales. Premièrement, un écart entre le taux de change effectivement observé et le taux assurant la parité des pouvoirs d'achat ne signifie pas, en général, que le taux de change est sous-évalué ou surévalué. Deuxièmement, contrairement au prix d'un bien ou d'un service destiné au marché intérieur, le prix d'une entreprise ne demeure pas relativement constant quand le taux de change varie. Il s'ajuste à l'incidence des fluctuations de ce dernier sur la valeur attendue du flux de bénéfices futurs. Ainsi, une baisse du taux de change, par exemple, ne confère pas normalement d'avantage particulier aux acheteurs étrangers par rapport aux acheteurs nationaux⁴.

Données récentes sur les acquisitions d'entreprises canadiennes et étrangères

Tout accroissement majeur des prises de contrôle d'entreprises canadiennes par des intérêts étrangers dû à la dépréciation du dollar canadien depuis 1991 devrait être attesté par les données relatives aux flux d'investissements directs étrangers visant l'acquisition d'entreprises⁵. Les Graphiques 1 et 2 illustrent les flux annuels d'acquisitions entre le Canada et le reste du monde, en valeur absolue et en pourcentage du PIB canadien⁶. Dans le cas des flux entrants en provenance du reste du monde, les chiffres couvrent la période allant de 1975 à 2001, tandis que, pour les flux

4. D'après Froot et Stein (1991), une variation du taux de change ne se répercute sur les investissements directs étrangers que si elle a des effets notables sur la richesse relative des acheteurs étrangers et nationaux et que les marchés internationaux de capitaux présentent des imperfections assez importantes pour que le coût de financement du capital assumé par l'investisseur potentiel (c'est-à-dire le taux d'intérêt auquel il peut emprunter la somme à investir) soit influencé par la richesse de ce dernier. Un mouvement du taux de change réel du genre de celui qui s'est produit au Canada durant les années 1990 influe sur la richesse relative des résidents et des non-résidents. Il est cependant peu probable que les marchés internationaux de capitaux soient si imparfaits qu'une telle variation de la richesse relative modifie sensiblement le coût relatif du capital pour les investisseurs canadiens et étrangers.

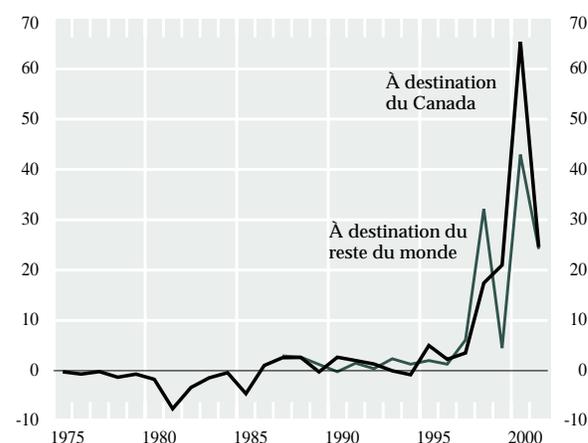
5. La très grande majorité (plus de 80 %) des acquisitions transfrontalières dans lesquelles des résidents canadiens sont engagés consistent en des ventes ou en des achats à des Américains.

6. Pour les besoins de la présente analyse des flux d'acquisitions, il y a *entrée* de capitaux (flux entrant positif) lorsque la valeur des actifs canadiens vendus par des Canadiens à des non-résidents est supérieure à celle des actifs canadiens achetés par des Canadiens à des non-résidents. Il y a *sortie* de capitaux (flux sortant positif) quand la valeur des actifs étrangers achetés par des Canadiens à des non-résidents dépasse celle des actifs étrangers vendus par des Canadiens à des non-résidents.

Investissements directs étrangers : flux d'acquisitions annuels

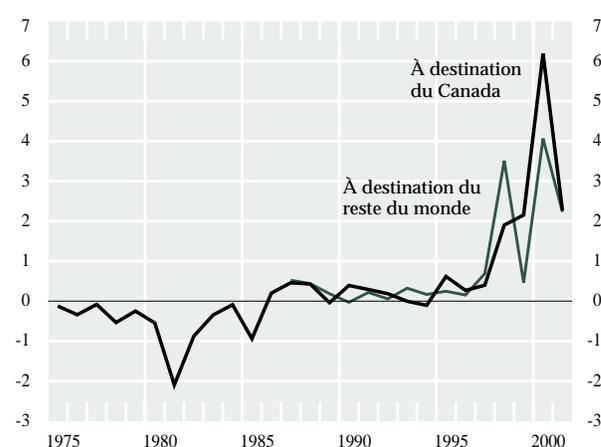
Graphique 1 : Canada et reste du monde

Milliards de \$ CAN



Graphique 2 : Canada et reste du monde

En % du PIB canadien



sortants, ils se limitent à la période allant de 1987 à 2001. Tant en valeur absolue qu'en pourcentage du PIB canadien, les flux d'acquisitions ont généralement augmenté, dans les deux sens, pendant les dernières années de la décennie 1990 ainsi qu'en 2000, mais ils ont chuté en 2001. Le Canada a suivi en cela une tendance mondiale; en effet, la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED, 2001, Tableau 1) a noté une hausse annuelle moyenne de 50 % des flux transfrontaliers liés aux fusions et

aux acquisitions au cours des années 1996-2000. Cette progression spectaculaire a été causée par plusieurs facteurs, notamment le mouvement vers la mondialisation et l'intégration, qu'alimentent le bas niveau des taux d'intérêt et la vigueur des marchés boursiers.

Les flux d'acquisitions nets (flux entrants moins flux sortants) sont illustrés aux Graphiques 3 et 4. Pendant la plus grande partie de la période examinée, ils ont été remarquablement équilibrés. Par exemple, entre 1987 et 1999, la somme cumulative des flux nets représente une modeste entrée de 1,08 milliard de dollars ou 1 % du PIB. Entre 1991, année où il a connu son dernier sommet (environ 0,87 dollar É.-U.), et 1999, où il s'est établi à 0,66 \$ É.-U., le dollar canadien s'est déprécié de 25 %. Pourtant, le total cumulé des flux d'acquisitions nets n'atteint que 114 millions de dollars ou quelque 0,1 % du PIB sur l'ensemble de la période. Les entrées nettes anormalement élevées enregistrées en 2000 doivent être considérées comme une anomalie, car elles s'expliquent dans une très large mesure par la vente de la compagnie Seagram à Vivendi Universal pour 66,5 milliards de dollars et celle de la branche tabac d'Imasco Limitée à British American Tobacco pour 17,9 milliards. Ces deux acquisitions sont de loin les plus importantes jamais effectuées au Canada. En outre, rien n'indique que le taux de change du dollar canadien ait joué un rôle clé dans la vente de ces deux entreprises multinationales. Les flux d'acquisitions nets sont retournés à un niveau plus normal en 2001, soit 0,39 % du PIB.

Si le dollar canadien s'est déprécié en général depuis 1991, aucun lien entre son évolution et celle des flux d'acquisitions nets ne ressort clairement du Graphique 3. De plus, une régression simple des flux nets par rapport au taux de change sur la période allant de 1987 à 2001 ne permet de déceler aucune corrélation importante entre ces deux variables⁷.

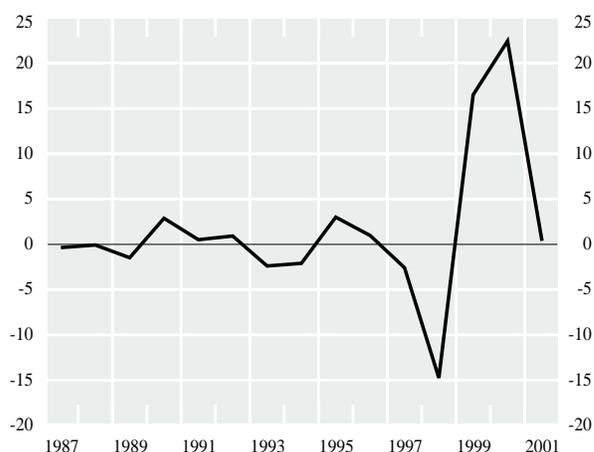
Néanmoins, les Graphiques 3 et 4 montrent bien que les flux nets ont été plus volatils durant les quatre dernières années de la période examinée, les sorties nettes records de 14,7 milliards de dollars en 1998 ayant été suivies d'entrées nettes records de 16,5 milliards et de 22,4 milliards en 1999 et 2000, puis d'un solde presque nul en 2001. Une proportion élevée de ces fortes variations enregistrées entre 1998 et 2000 est attribuable à quelques transactions importantes

7. Les résultats obtenus au moyen des différentes spécifications mises à l'essai sont très semblables et cadrent avec ceux de Lafrance et Tessier (2001). Ces deux auteurs ne décelent aucun lien de causalité entre le taux de change et les investissements directs étrangers durant la période allant de 1970 à 2000.

Investissements directs étrangers : flux d'acquisitions annuels nets

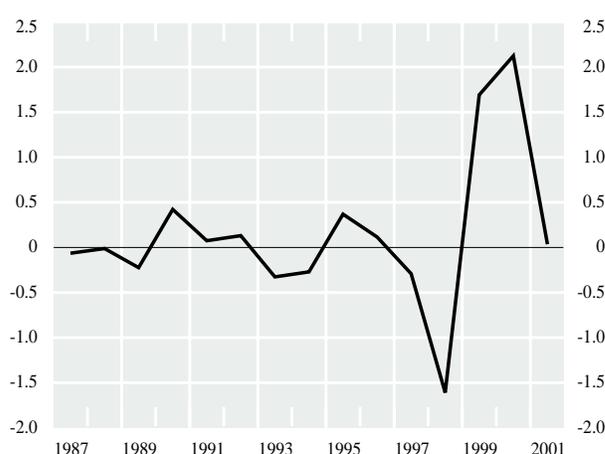
Graphique 3 : Canada moins reste du monde

Milliards de \$ CAN



Graphique 4 : Canada moins reste du monde

En % du PIB canadien



touchant des entreprises canadiennes comme Seagram, Imasco, MacMillan Bloedel et Nortel. Ainsi qu'il a été mentionné précédemment, cette volatilité ne s'est pas accentuée seulement au Canada mais partout dans le monde, les forces de la concurrence et de la mondialisation poussant les grandes entreprises multinationales à fusionner et à rationaliser leurs activités, dans l'espoir de profiter d'économies d'échelle et de gamme qui les aideront à réduire leurs coûts.

Variations du taux de change et prises de contrôle par des intérêts étrangers : une analyse théorique

D'après le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), la décision d'acquérir un actif est fonction du rendement espéré de celui-ci corrigé du risque qui ne peut être éliminé par la diversification — ce risque étant défini par la covariance entre le rendement espéré de l'actif et le rendement espéré d'un portefeuille représentatif du marché (composé de tous les actifs existants). Ce modèle prédit que, pour un risque de covariance donné, le rendement espéré de l'actif doit excéder par une certaine marge le taux de rendement sûr pour que les investisseurs désirent détenir l'actif. Si le rendement espéré est supérieur ou inférieur à celui exigé pour un certain niveau de risque, le prix de l'actif s'ajustera⁸.

Par conséquent, pour qu'un mouvement du taux de change entraîne l'acquisition d'une entreprise nationale par un non-résident, il doit faire augmenter le rendement que ce non-résident s'attend à en tirer relativement au rendement qu'un acheteur national prévoit recevoir de l'entreprise en question. Il y a plusieurs façons dont une variation du taux de change pourrait influencer sur le rendement espéré en modifiant l'évolution future des revenus et des coûts de l'entreprise, mais aucune ne débouche systématiquement sur une hausse du rendement attendu en faveur de l'acheteur étranger.

Prenons d'abord le cas d'un exportateur canadien. C'est par son incidence sur les recettes d'exportation que l'évolution du taux de change devrait influencer le plus sur le rendement futur attendu d'une entreprise canadienne. Par exemple, si une entreprise canadienne exporte toute sa production à un prix mondial fixe établi en dollars américains (et si elle n'importe aucun intrant), toutes choses égales par ailleurs, une baisse permanente du taux de change devrait se solder par une hausse des revenus et des bénéfices de l'entreprise, exprimés en dollars canadiens. Mais si les actions de l'entreprise sont activement négociées et que la nature de ses activités est bien connue, leur cours en dollars canadiens devrait monter par suite de la chute du taux de change, de manière que le rendement espéré des actions demeure constant. En effet, selon le MEDAF, le rendement espéré restera constant puisque la dépréciation ne modifie pas le risque de covariance

associé à l'entreprise. Le rendement attendu par les acheteurs étrangers sera donc toujours égal au rendement attendu par les acheteurs nationaux. En résumé, une variation du taux de change ne devrait avoir aucune incidence sur le rendement espéré des actions de l'entreprise, car le prix de celles-ci en dollars canadiens s'ajustera en fonction des effets prévus de cette variation sur les bénéfices futurs de l'entreprise.

Cet exemple simple peut être étendu de plusieurs façons. Supposons, par exemple, que l'entreprise exporte seulement une fraction de ses produits ou qu'elle importe une partie de ses intrants. Une dépréciation aura pour effet encore une fois d'accroître les revenus, mais aussi les coûts de l'entreprise, et le cours des actions de cette dernière se modifiera à nouveau de manière à maintenir le taux de rendement espéré qu'exige le marché. Une variation du taux de change n'influe pas sur le risque inhérent à l'actif ni sur le rendement espéré exigé par le marché et ne confère non plus aucun avantage aux acheteurs étrangers.

Selon certains observateurs, cependant, le prix en monnaie nationale des actions des entreprises canadiennes ne s'ajuste pas suffisamment, si bien que le rendement attendu augmente, au lieu de demeurer constant, et accroît l'attrait de ces entreprises pour les acheteurs étrangers. Cette hypothèse n'est étayée par aucun résultat empirique et va contre l'opinion communément admise, à savoir que la plupart des renseignements concernant les activités des entreprises sont du domaine public (et à la disposition tant des non-résidents que des résidents) et que les marchés financiers utilisent ces renseignements de manière efficiente en les intégrant parfaitement dans le prix des actions.

Par ailleurs, lorsque les actions d'une entreprise ne sont pas offertes au public, comment leur prix peut-il s'ajuster? Si les actionnaires d'une entreprise canadienne fermée sont rationnels, ils ajusteront le prix minimal auquel ils sont disposés à vendre en fonction de l'incidence attendue de la dépréciation sur les flux monétaires futurs de l'entreprise. Ils se rendront compte que la variation du taux de change modifie la valeur de l'entreprise en dollars canadiens et, dans ce cas également, rien ne permet de conclure qu'ils préféreront vendre à des étrangers.

Mais pourquoi donc un non-résident chercherait-il à acquérir une entreprise nationale si le prix de celle-ci s'ajuste toujours de façon à générer le rendement espéré qu'exige le marché? Pour qu'une prise de

8. Voir la version initiale de ce modèle dans Sharpe (1964).

contrôle se produise, les attentes de l'acheteur potentiel (étranger ou non) quant au flux de bénéfices futurs doivent différer de celles du propriétaire actuel. Toutefois, le point capital à retenir est qu'il n'y a aucune raison pour que les attentes d'un acheteur potentiel étranger soient systématiquement plus élevées que celles du propriétaire actuel (ou d'un acheteur canadien potentiel) ou pour que la divergence entre leurs attentes soit liée à l'évolution du taux de change. Cette divergence s'explique plus vraisemblablement d'une autre façon : l'acheteur étranger espère réduire ses coûts grâce à la réalisation d'économies d'échelle et de gamme dans les processus de production et de distribution ainsi qu'augmenter le flux des bénéfices qui sera tiré de l'actif actuel de l'entreprise grâce à l'apport d'un autre élément d'actif, souvent incorporel (compétences en gestion, nouvelle technologie, meilleurs débouchés, etc.).

Le point capital à retenir est qu'il n'y a aucune raison pour que les attentes d'un acheteur potentiel étranger soient systématiquement plus élevées que celles du propriétaire actuel (ou d'un acheteur canadien potentiel) ou pour que la divergence entre leurs attentes soit liée à l'évolution du taux de change.

Répercussions sur le bien-être des acquisitions d'entreprises par des intérêts étrangers

Avantages

- *Ces opérations sont conclues de façon volontaire et conduisent vraisemblablement à une amélioration du bien-être.*

Les prises de contrôle d'entreprises nationales par des étrangers reposent sur le consentement mutuel des parties. Par conséquent, en l'absence d'effets externes ou de distorsions d'origine gouvernementale, elles devraient accroître le bien-être. Ces opérations sont effectuées entre « adultes consentants » : rien n'oblige en effet les Canadiens à vendre des entreprises à des prix qu'ils estimeraient trop bas. Étant donné que le

vendeur connaît probablement mieux la valeur de son entreprise que l'acheteur, tout argument fondé sur l'asymétrie de l'information devrait favoriser le propriétaire national.

• *Hausse de la productivité du travail et de la production*

L'acquéreur étranger d'une entreprise nationale doit être persuadé qu'il peut accroître la valeur attendue du flux de bénéfices produit par l'actif de l'entreprise; sinon il n'effectuerait pas l'achat. Pour améliorer la rentabilité de l'entreprise, l'acheteur doit réduire les coûts grâce à des économies d'échelle ou de gamme ou parvenir à augmenter les revenus par l'apport d'éléments d'actif particuliers, tels que des compétences en gestion, une nouvelle technologie ou de meilleurs débouchés. Les changements opérés feront non seulement grimper les bénéfices mais aussi la productivité des travailleurs de l'entreprise et le niveau de la production.

• *Source stable de capitaux étrangers*

Les investissements directs étrangers sont généralement considérés comme une source plus stable de capitaux étrangers que les flux à court terme d'acquisition d'actions ou d'obligations. En occupant une place importante dans le financement obtenu à l'étranger, les investissements directs peuvent rendre un grand pays importateur de capitaux comme le Canada moins vulnérable à certains types de crises financières.

Coûts

• *Réduction de la concurrence*

La prise de contrôle d'une entreprise par des intérêts étrangers peut réduire la concurrence et entraîner ainsi une hausse des prix et une diminution du bien-être national. Cet effet négatif serait toutefois atténué, voire éliminé, par l'arrivée de nouvelles entreprises attirées par les prix élevés et les profits supérieurs à la normale. Qui plus est, s'il existait d'importantes barrières à l'entrée, toute prise de contrôle (par des intérêts étrangers ou non) susceptible de réduire considérablement le degré de concurrence sur le marché canadien serait bloquée en vertu des lois canadiennes actuelles.

• *Effets externes*

Les prises de contrôle par des capitaux étrangers — notamment dans le secteur de la haute technologie, où les éléments d'actif productifs (généralement des personnes) sont très mobiles — peuvent faire reculer le bien-être si les activités de recherche, de production

ou de gestion s'accompagnent d'externalités importantes. Par exemple, l'achat d'une entreprise canadienne de haute technologie par une entreprise étrangère pourrait comporter un coût social si les activités de recherche ou de production de pointe de l'entreprise acquise étaient transférées à l'extérieur du Canada. Ces activités peuvent en effet avoir des retombées favorables sur l'économie canadienne (en contribuant, par exemple, à la formation d'une masse critique de travailleurs qualifiés susceptibles d'être employés dans d'autres entreprises du même secteur). Ces avantages externes sont cruciaux pour l'économie de certaines régions spécialisées dans la fabrication de produits ou la fourniture de services particuliers (p. ex., les communications et les logiciels dans la région d'Ottawa, les véhicules et les pièces automobiles dans le sud de l'Ontario). De même, si les gestionnaires sont mutés à l'extérieur du Canada, le volume de travail que les sièges sociaux confient normalement à des professionnels (avocats, conseillers financiers, architectes, agents de publicité, etc.) peut diminuer au pays⁹. Il n'en reste pas moins qu'une délocalisation

9. Lorsqu'un non-résident fait l'acquisition d'une entreprise canadienne, il est possible que les fonctions qui étaient assumées par le siège social ne soient pas toutes transférées à l'étranger, selon le degré d'autonomie laissée à la nouvelle filiale canadienne. En outre, comme les prises de contrôle d'entreprises étrangères par des Canadiens peuvent, à l'inverse, se traduire par le rapatriement au pays de fonctions de cette nature, le Canada ne serait pas forcément perdant à ce chapitre.

des facteurs de production réduirait les avantages de la prise de contrôle sur le plan des coûts, car ces facteurs devraient être rémunérés aux prix américains. Bien que ces effets externes puissent exister, il est rare qu'une prise de contrôle par des intérêts étrangers provoque un exode de travailleurs qualifiés ou une fuite des technologies, car l'entreprise continue presque toujours à produire dans son pays d'origine.

Conclusion

Depuis 1995, les flux d'investissements directs entre le Canada et le reste du monde qui sont liés à des acquisitions ont progressé dans les deux sens, mais leur solde net a été pratiquement nul au cours de cette période. La tendance à la hausse des prises de contrôle transfrontalières est un phénomène d'envergure mondiale; elle témoigne de la vive concurrence internationale, qui incite les entreprises à regrouper et à rationaliser leurs opérations. Le cours du dollar canadien n'est pour rien dans cette évolution. En effet, les modèles d'équilibre des actifs et les données canadiennes relatives aux flux d'acquisitions ne font ressortir aucun lien direct entre le cours du dollar canadien et les prises de contrôle transfrontalières. Enfin, comme ces flux sont motivés par l'attente d'une hausse des bénéfices découlant essentiellement de gains de productivité, ils devraient donner lieu à une amélioration du bien-être.

Ouvrages et articles cités

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) (2001). *World Investment Report*, New York, Programme on Transnational Corporations.

Dornbusch, R. (1988). « Purchasing Power Parity ». In : *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Londres, Macmillan.

Froot, K., et J. Stein (1991). « Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, p. 1191-1217.

Lafrance, R., et D. Tessier (2001). « La variabilité du taux de change et l'investissement au Canada ». In : *Les taux de change flottants : une nouvelle analyse*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, novembre 2000, Ottawa, Banque du Canada, p. 261-293.

Lafrance, R., et S. van Norden (1995). « Les déterminants fondamentaux du taux de change et le dollar canadien », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 17-33.

Laidler, D., et S. Aba (2002). « Productivity and the Dollar: Commodities and the Exchange Rate Connection », *Commentaire de l'Institut C.D. Howe* n° 158, Toronto, Institut C.D. Howe.

Sharpe, W. (1964). « Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *Journal of Finance*, vol. 19, p. 425-442.

