



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Stephen S. Poloz
gouverneur de la Banque du Canada
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
et Securities Industry and Financial Markets Association
New York (New York)
26 avril 2016

Un nouveau point d'équilibre : commerce international, productivité et croissance économique

Introduction

L'année 2016 a connu un départ houleux, marqué par une volatilité importante des marchés financiers. Bien entendu, ce ne sont pas les sujets de préoccupation qui manquent : nouvelle révision à la baisse des perspectives de croissance de l'économie mondiale, incertitude entourant la transition de l'économie chinoise, rythme de la normalisation de la politique monétaire américaine, inquiétudes liées à la situation de l'Europe et du Japon, pour n'en citer que quelques-uns.

Les marchés financiers entretiennent des rapports mitigés avec la volatilité, et les dirigeants de banque centrale, pour leur part, essaient généralement de voir au-delà de cette dernière. Or, ces jours-ci, j'entends beaucoup parler d'une autre source d'inquiétude qui me touche de près : l'idée selon laquelle la politique monétaire ne fonctionne tout simplement plus. Il s'agit là d'un mythe que je tiens à réfuter d'entrée de jeu.

C'est pourtant un fait : les mesures, tant monétaires que budgétaires, qui ont été prises au lendemain de la crise financière mondiale ont permis d'éviter que cette dernière ne dégénère en une seconde Grande Dépression. Bon nombre des forces négatives qui s'exerçaient alors sont malgré tout encore à l'œuvre aujourd'hui. C'est pourquoi les taux d'intérêt extrêmement bas n'engendrent pas de croissance rapide ni d'inflation.

Si vous pensez que la politique monétaire n'est pas efficace, demandez-vous ce qui arriverait si les taux d'intérêt remontaient subitement à 3 ou 4 %. La plupart s'entendraient pour dire que cela déclencherait une récession. Autrement dit, d'importants vents contraires soufflent encore sur nos économies, même plusieurs années après la crise, et la faiblesse des taux d'intérêt permet de les contrer.

Je tiens à remercier Bob Fay et Louis Morel de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 26 avril 2016
à 8 h 40, heure de l'Est

En fait, c'est un peu comme monter une colline escarpée à vélo. Vous avancez lentement, mais cela ne signifie pas pour autant que vous ne fournissez pas d'effort ou que votre vélo est brisé. Les mesures monétaires n'ont pas tout réglé, mais elles opèrent, et elles nous ont certainement évité le pire.

En tant que dirigeants de banque centrale, nous devons toutefois prendre au sérieux l'anxiété des marchés, et la volatilité qu'elle provoque, quelle qu'en soit l'origine. Bien que la volatilité puisse évoluer à la hausse ou à la baisse, le mot sert généralement à désigner un repli des marchés, lequel peut entamer la confiance des consommateurs et des entreprises et occasionner un affaiblissement des facteurs économiques fondamentaux.

C'est pourquoi je veux vous parler aujourd'hui d'une autre source actuelle d'anxiété au sein des marchés financiers, à savoir la faiblesse saisissante du commerce international. Après tout, le commerce international est au cœur même de l'économie mondiale. Les entreprises, les consommateurs et les investisseurs comptent tous sur les échanges internationaux pour faire tourner l'économie, créer et maintenir des emplois, et assurer le rendement des placements.

Les individus procèdent à des échanges depuis bien longtemps – depuis qu'ils sont capables de produire plus que ce dont ils ont besoin pour survivre –, ce qui leur a permis de se tourner vers d'autres activités. L'étape suivante consistait, en toute logique, à étendre les échanges au-delà des frontières, et c'est précisément ainsi que l'histoire mondiale a évolué.

Le commerce est un formidable moteur qui permet aux individus et aux entreprises de se spécialiser et d'innover. L'amélioration du niveau de vie qui en résulte se poursuit jusqu'au moment où le commerce atteint un point d'équilibre au sein de l'économie où tous les avantages ont été exploités. Cet équilibre se maintient jusqu'à ce que les conditions changent et que les personnes réagissent à de nouvelles possibilités.

Étant donné l'importance capitale du commerce, il n'y a rien d'étonnant à ce que les investisseurs soient préoccupés par ce que laissent entrevoir les données. Pendant une vingtaine d'années avant le début de la crise financière, le commerce international a progressé à un rythme de plus de 7 % par an, ce qui représente un essor environ deux fois plus rapide que celui de l'économie mondiale. Les échanges commerciaux se sont effondrés dans la foulée de la crise, puis ont connu une vive reprise en 2010. Mais depuis, la croissance du commerce a encore une fois ralenti considérablement, restant même en deçà de la progression déjà timide du PIB mondial.

Quelles sont les causes de ce fort ralentissement du commerce? Le lien entre le commerce et la croissance économique a-t-il changé? La décélération des échanges est-elle le signe précurseur d'une autre récession mondiale? Et, si le commerce revêt une importance capitale pour la productivité et l'efficacité des entreprises, qu'implique son ralentissement pour la croissance de la productivité?

J'espère pouvoir éclairer quelque peu ces questions aujourd'hui et aider chacun à mieux comprendre les forces qui sont à l'œuvre.

Expliquer la faible croissance du commerce

Examinons les données d'un peu plus près. Le fort ralentissement des échanges internationaux qui est survenu après la crise s'est d'abord fait sentir surtout dans les économies avancées, notamment en Europe. Plus récemment, le ralentissement des échanges s'est concentré dans les pays émergents d'Asie, dont la Chine. Ce constat a conduit de nombreux investisseurs à établir un lien entre la faiblesse des échanges commerciaux et le ralentissement observé en Chine, et, par conséquent, au sein de l'économie mondiale.

Des études récentes menées à la Banque du Canada et ailleurs indiquent qu'environ la moitié du ralentissement de la croissance du commerce qui a été enregistré dans les économies avancées après la crise peut s'expliquer par la faiblesse de l'activité économique et, plus particulièrement, par le marasme de l'investissement des entreprises. Au cours de cette période d'après-crise, les entreprises ont dû composer avec la grande incertitude entourant les perspectives économiques mondiales, parfois en raison d'une réduction massive du levier d'endettement. Cette situation a freiné les investissements et, par là même, a contribué à la faiblesse des échanges. Les dépenses d'investissement sont fortement dépendantes des échanges, puisqu'elles nécessitent des biens d'équipement qui comportent des intrants provenant de nombreux pays. De ce fait, lorsque la croissance économique ralentit en raison de la faiblesse des investissements, le commerce décélère de façon disproportionnée.

Alors que les économies avancées s'efforçaient de surmonter le pire de la crise, l'économie de la Chine continuait de croître. Cette croissance a soutenu la demande de produits de base, ce qui a permis de maintenir une partie des flux d'échanges internationaux. Le renchérissement des produits de base a également incité les producteurs de matières premières à faire de gros investissements et à intensifier l'offre.

L'expansion de l'économie chinoise a toutefois fini par ralentir et s'établir à une cadence plus soutenable. Mais surtout, l'activité économique du pays a commencé à évoluer, pour passer d'une croissance axée sur les investissements à une croissance axée sur la consommation, en particulier de services. Conséquence : les échanges internationaux ont diminué. Malgré tout, les importations chinoises de nombreux produits de base continuent d'enregistrer une croissance supérieure à 10 %.

Nous pouvons donc raisonnablement nous attendre à ce que la croissance du commerce international soit plus faible que par le passé. Tout d'abord en raison de la stagnation des dépenses d'investissement à l'échelle mondiale, mais aussi à cause de la restructuration actuelle de l'économie chinoise, qui favorise une plus grande consommation intérieure au détriment des échanges. Nous pouvons certainement prévoir une reprise du commerce international lorsque l'économie mondiale suivra de nouveau une trajectoire de croissance autonome, qui s'accompagnera d'une hausse des investissements des entreprises. Toutefois, comme je viens de le faire remarquer, les facteurs cycliques à eux seuls ne peuvent expliquer qu'environ la moitié du ralentissement des échanges commerciaux. Il nous faut donc fournir plus d'explications.

Je pense en effet que nous devons prendre du recul et envisager la possibilité que la croissance rapide du commerce qui s'est maintenue pendant les 20 années précédant la crise constituait l'exception et non la règle. Pourquoi est-ce que je dis cela? Ce que nous avons observé au cours des années 1990 et 2000 résulte d'une tendance naturelle à avoir recours au commerce dans le but d'accroître la spécialisation, face à la réduction des restrictions commerciales et aux énormes progrès enregistrés sur le front des technologies des transports et des communications.

Durant cette période, les pays ont formé des blocs commerciaux régionaux, notamment dans le cadre de l'Accord de libre-échange nord-américain et de l'Union européenne. Les économies autrefois fermées, comme la Chine, se sont impliquées davantage en intégrant l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

Grâce à cette combinaison d'éléments, la tendance naturelle à avoir recours au commerce a pu s'exprimer bien davantage et les entreprises ont pu constituer des chaînes d'approvisionnement mondiales – il s'agit du « modèle du commerce d'intégration ». Il n'était plus nécessaire pour une usine fabricant un produit de se trouver à proximité des concepteurs du produit en question. Les entreprises pouvaient dès lors exploiter leur avantage comparatif en se spécialisant, non pas dans un bien ou service précis, mais dans *une partie* d'un bien ou d'un service. Il s'en est suivi une explosion de la spécialisation, les marchés se mondialisant et les entreprises devenant plus efficaces.

Comme le souligne le Peterson Institute for International Economics dans le rapport persuasif intitulé *Reality Check for the Global Economy* qu'il a publié récemment, le commerce a prospéré dans les années 1990 et au début des années 2000, en partie grâce à la mondialisation des échanges de biens intermédiaires.

Néanmoins, lorsqu'une tendance se poursuit pendant 15 ou 20 ans, elle devient partie intégrante de nos attentes. Nous aurions dû comprendre depuis le début que ce processus d'intégration ne pourrait tout simplement pas se poursuivre indéfiniment au même rythme – comprendre qu'à un moment donné, le commerce atteindrait un nouveau point d'équilibre au sein de l'économie mondiale où les entreprises auraient mis en place des chaînes d'approvisionnement optimales transfrontières, ralentissant ainsi le processus d'intégration, du moins pour l'instant.

Bien sûr, il existe d'autres raisons structurelles qui peuvent expliquer la décélération du commerce international. Citons par exemple le nombre troublant de mesures protectionnistes qui ont été instaurées depuis la crise. Je crois toutefois que le plus important facteur structurel à l'origine du ralentissement de la croissance du commerce réside dans le fait que les grandes occasions de renforcer l'intégration internationale ont déjà été largement exploitées. En effet, la Chine ne peut intégrer l'OMC qu'une seule fois. Cela ne veut pas dire qu'il n'y aura plus de vagues d'intégration – j'espère au contraire qu'il y en aura de nouvelles. Mais si le commerce international a atteint un nouveau point d'équilibre, nous ne devrions pas nous inquiéter du fait que la croissance des exportations mondiales n'a pas retrouvé ses niveaux d'avant la crise.

Le lien entre le commerce et la productivité

Quoi qu'il en soit, nous devons réfléchir aux conséquences de cette évaluation de l'état du commerce international pour la productivité. La productivité compte pour nous tous, car sa croissance, de même que celle de la main-d'œuvre, détermine le taux d'expansion potentiel de l'économie. Nous savons déjà que les forces démographiques sont en train de freiner la progression du facteur travail dans la plupart des économies avancées. Et la croissance de la productivité elle aussi ralentit. Cette conjugaison de facteurs laisse entrevoir une croissance plus lente de l'économie mondiale dans l'avenir.

Mais l'histoire ne s'arrête pas là. L'élément le plus important au regard du taux d'intérêt réel d'équilibre – ce que les économistes appellent le « taux neutre » – est la croissance sous-jacente du potentiel de l'économie. Les investisseurs commencent tout juste à saisir les implications de ce mouvement à la baisse du taux d'intérêt neutre, et ce qu'il signifie pour les rendements des investissements à long terme.

De toute évidence, il importe grandement de savoir si la croissance de la productivité est appelée à rester faible ou à se redresser à mesure que l'économie mondiale gagnera en vigueur, et tout dépend de la façon dont on explique le ralentissement de la croissance de la productivité.

Certains ont fait valoir que si la croissance de la productivité est lente aujourd'hui, c'est parce que la plupart des inventions véritablement importantes ont vu le jour il y a déjà de nombreuses années, et qu'aujourd'hui les progrès technologiques s'accomplissent plus graduellement. Mais je crois que c'est plus vraisemblablement du côté du commerce international que se trouve la réponse; en effet, les entreprises qui ont recours au commerce pour se spécialiser davantage augmentent également leur productivité. Or, si ce processus a atteint une limite naturelle, du moins pour l'instant, il se peut que les gains de productivité futurs s'en trouvent eux aussi limités.

J'illustrerai mon propos en comparant rapidement l'expérience des États-Unis et celle du Canada. Examinons l'évolution des secteurs manufacturiers américain et canadien au cours des 60 dernières années. En 1955, environ le tiers de la main-d'œuvre dans les deux pays travaillait dans le domaine de la fabrication. Il est bien établi que cette proportion est en baisse de part et d'autre de la frontière – tout comme dans l'ensemble des économies avancées d'ailleurs –, les entreprises ayant mis en place des chaînes d'approvisionnement mondiales et déplacé leurs activités vers des endroits où elles peuvent produire les mêmes biens à moindre coût. L'an dernier, la part de l'emploi total occupée par le secteur de la fabrication s'élevait à moins de 10 % dans les deux pays, le chiffre des États-Unis étant légèrement inférieur à celui du Canada.

Bien entendu, les usines d'aujourd'hui sont beaucoup plus productives que celles de 1955. Aux États-Unis, le secteur manufacturier est près de sept fois plus productif qu'il y a 60 ans, tandis qu'au Canada, il l'est environ cinq fois plus.

Ce sont là deux gros chiffres, mais comment la différence s'explique-t-elle? La taille relative de nos économies entre peut-être en ligne de compte, les possibilités de réaliser des économies d'échelle et d'envergure étant manifestement plus nombreuses au sein de l'économie américaine, qui est plus

grande. Mais n'oublions pas qu'au cours de cette même période, l'importance du commerce international pour l'économie américaine a plus que triplé, alors que pour le Canada, elle n'a que doublé. J'entends ici par « importance du commerce » la part du commerce total – soit la somme des exportations et des importations – dans le PIB.

Cet écart peut s'expliquer notamment par le fait que le Canada a toujours été tributaire du commerce. Notre pays a été fondé sur un modèle d'exportations de ressources, et puisque le commerce a d'entrée de jeu occupé une place très importante, il dispose de moins de marge pour croître en importance. Mais à mon avis, ce qu'il faut retenir ici, c'est que les entreprises américaines se sont consacrées à la mondialisation et à la délocalisation dans une plus grande mesure que les entreprises canadiennes, ce qui a accru l'importance du commerce pour l'économie américaine davantage que dans le cas du Canada. Quand une entreprise décide de se procurer une partie de sa chaîne de valeur à l'étranger, elle le fait pour réduire ses coûts. Résultat : la productivité moyenne de l'entreprise au pays augmente. Il ne s'agit pas d'un miracle de productivité, c'est de l'arithmétique tout simplement.

Les entreprises américaines, étant en règle générale de plus grande taille que leurs homologues canadiennes, ont davantage de possibilités de recourir à l'impartition. Les petites entreprises canadiennes, quant à elles, sont plus susceptibles de faire partie de la chaîne d'approvisionnement mondiale d'une multinationale et ont donc moins d'occasions de constituer une chaîne d'approvisionnement axée sur le commerce d'intégration. Et, bien évidemment, dans le cas des entreprises du domaine de l'extraction de ressources, il se présente peu de possibilités d'impartition.

En définitive, le modèle du commerce d'intégration constitue un moyen puissant d'améliorer le niveau de vie. Les effets de l'application de ce modèle sont visibles partout. Les téléphones portables que la plupart d'entre nous possèdent en sont un bon exemple. Il est vrai, bien sûr, que la mondialisation des chaînes d'approvisionnement a nécessité des ajustements économiques et que ceux-ci peuvent s'avérer douloureux pour les gens. Il incombe donc aux décideurs publics de contribuer à amortir le choc de la transition en veillant à la mise en place de filets de sécurité sociale adéquats pour les travailleurs et en facilitant le recyclage professionnel et la réinstallation de ces derniers. Mais il ne faut pas négliger pour autant les avantages qu'offre le commerce d'intégration. Celui-ci a permis une hausse des revenus dans les différentes économies. Il a en outre rendu de nombreux produits beaucoup plus accessibles à davantage de consommateurs. Enfin, il a favorisé une croissance soutenue de l'emploi dans chaque pays.

Implications et autres possibilités

La thèse que je soutiens ici, c'est que la forte amélioration de la productivité au cours des deux décennies qui ont précédé la crise est pour une bonne part attribuable à la mondialisation, et qu'il se pourrait que cette dernière ait mené le commerce à un nouveau point d'équilibre au sein de l'économie du globe. Comprendre cette situation est une chose; la question maintenant est de savoir ce que l'on peut faire pour y remédier.

Il existe à mon sens au moins trois raisons d'espérer des progrès dans l'avenir. Premièrement, la croissance de la productivité tient en bonne partie, non pas aux entreprises existantes, qui ont tendance à agir graduellement en la matière, mais aux nouvelles entreprises. Une jeune entreprise qui propose un nouveau produit ou service tend à accroître sa productivité à pas de géant, à mesure qu'elle atteint la phase d'expansion en forme de « bâton de hockey ». Une entreprise n'opère cette transition qu'une seule fois, mais l'économie peut en récolter les fruits encore et encore si la création d'entreprises y est soutenue.

En général, le nombre d'entreprises dans une économie en expansion augmente de manière assez constante. Sous la surface, dans le même temps, on observe un taux constant de fermeture d'entreprises. C'est là le processus de destruction créatrice de Schumpeter.

Je tiens à souligner que la croissance du nombre d'entreprises a ralenti considérablement dans un certain nombre de pays dans la foulée de la crise financière mondiale. Je suis de près les données concernant le Canada et les États-Unis, car j'interpréterais la manifestation d'une création d'entreprises comme un signe fort que la croissance est devenue autonome. On constate dans les données canadiennes que la croissance du nombre d'entreprises s'est raffermie mais qu'elle reste lente, aux alentours de 1 % par année, soit bien en deçà de la cadence affichée avant la crise. Aux États-Unis, en revanche, on note une accélération constante depuis 2011. Les chiffres les plus récents se rapprochent des 3 % par année, ce qui correspond au niveau enregistré avant la crise. Si j'ai raison, l'économie américaine serait sur le point de connaître une autre période d'amélioration de la croissance de la productivité, et j'ai tout lieu de croire que le Canada suivra, dès lors que son économie se sera ajustée à la chute des prix des ressources. Un renversement du ralentissement cyclique des investissements dont j'ai parlé plus tôt contribuerait également à soutenir la croissance future de la productivité.

Une deuxième raison de se montrer optimiste au sujet de la productivité tient au fait que, même si la majorité des grandes économies ont déjà profité de la plupart des occasions d'intégration offertes, il pourrait y avoir encore des gains à tirer d'une amélioration des chaînes d'approvisionnement existantes. De fait, les économies évoluent avec le temps, et les avantages comparatifs ne sont pas gravés dans le marbre.

Prenons l'exemple de la Chine, qui fut pendant des années la principale bénéficiaire des délocalisations de la production. Aujourd'hui, sa population en âge de travailler diminue. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté rapidement, à mesure que l'économie s'est élevée dans la chaîne de valeur. On observe maintenant des signes que la production à forte intensité de main-d'œuvre quitte la Chine en faveur d'économies voisines, comme le Cambodge et le Vietnam.

Il ressort de tout ce qui précède que les entreprises et les investisseurs pourraient être à même de trouver des moyens d'accroître l'efficacité des chaînes d'approvisionnement dans de nombreuses zones géographiques, ce qui se traduira par une nouvelle vague d'intégration et de croissance du commerce international. Il va donc sans dire que les décideurs publics doivent veiller à ce que des initiatives telles que le Partenariat transpacifique et l'Accord économique

et commercial global entre le Canada et l'Union européenne deviennent une réalité.

Troisièmement, personne ne peut prédire quelles seront les technologies de rupture qui permettront à l'économie mondiale de franchir son prochain pas de géant. L'Histoire ne nous donne aucune raison d'être pessimistes à l'égard des progrès technologiques futurs.

Avant de terminer, j'aimerais aborder un dernier point. Le commerce international, tel qu'il est mesuré par nos statistiques commerciales mondiales standards, n'est pas le seul moyen pour les entreprises de tirer parti des occasions d'intégration qui se présentent à elles. Certaines entreprises estiment plus judicieux d'exploiter des filiales étrangères dans d'autres pays tout en les gérant à partir de leur pays d'attache. Pour certaines, ce modèle sert *de facto* de substitut au commerce international.

De plus, l'utilisation de ce modèle d'affaires se répand, alors même que les exportations et importations traditionnelles ralentissent. Nous savons que les ventes effectuées par les filiales étrangères d'entreprises canadiennes dépassent désormais les exportations totales du Canada, et comptent pour près de 30 % du PIB. Autrement dit, ces filiales étrangères sont à peu de chose près l'équivalent de toute une autre économie canadienne à l'extérieur de nos frontières, favorisant ainsi l'emploi au pays dans des domaines tels que la recherche-développement, l'ingénierie, la conception et le marketing, sans parler des avocats, des comptables et des cadres qui gèrent les activités à partir du Canada. Aux États-Unis, les filiales étrangères revêtent encore plus d'importance, leurs ventes correspondant à plus de 40 % du PIB. Voilà un signe très concret que les entreprises sont en croissance et qu'elles deviennent plus productives et créent des emplois dans leur pays d'attache, peu importe ce qu'indiquent les données commerciales officielles.

Conclusion

Le moment est venu pour moi de conclure. Dans ce monde plein d'anxiété, mon but aujourd'hui était de permettre aux investisseurs d'avoir un souci en moins. La partie cyclique du ralentissement des échanges commerciaux devrait pour l'essentiel s'inverser à mesure que l'économie mondiale se redressera, même si ce processus se révèle lent. Par ailleurs, il existe des possibilités de progrès sur le plan structurel au chapitre du commerce et de la productivité si les conditions sont réunies pour permettre une autre vague d'intégration mondiale. Enfin, la création d'entreprises pourrait représenter la source la plus prometteuse de nouvelle croissance du commerce et de la productivité.

J'espère vous avoir convaincus que l'économie mondiale peut poursuivre sa reprise, même si le rythme d'expansion du commerce international reste inférieur à son niveau d'avant la crise. La faiblesse des échanges commerciaux que l'on observe n'est pas le présage d'une récession imminente. J'y vois plutôt un signe que le commerce a atteint un nouveau point d'équilibre au sein de l'économie mondiale – un point d'équilibre que nous pouvons faire avancer.

Pour ce qui est de la politique monétaire, la Banque du Canada continuera de s'appliquer à bâtir un environnement économique favorable pour les investisseurs, les entreprises et les consommateurs. Nous savons qu'une

politique monétaire saine et communiquée clairement peut faciliter le commerce, la productivité et la croissance. Et c'est tout le monde qui en profite.