



Études économiques

Avery Shenfeld
416 594-7356
avery.shenfeld@cibc.ca

Benjamin Tal
416 956-3698
benjamin.tal@cibc.ca

Andrew Grantham
416 956-3219
andrew.grantham@cibc.ca

Royce Mendes
416 594-7354
royce.mendes@cibc.ca

Nick Exarhos
416 956-6527
nick.exarhos@cibc.ca

<http://economics.cibccm.com>
[/economicsweb](http://economicsweb)

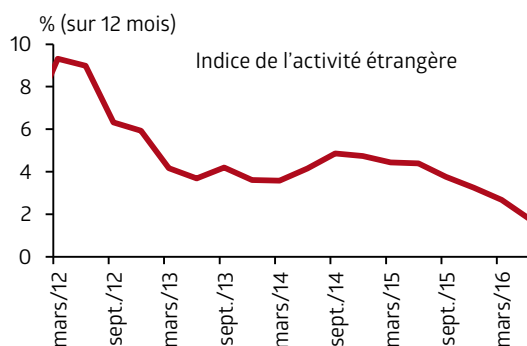
En attente de l'effet multiplicateur des exportations

Par Benjamin Tal et Katherine Judge

Au Canada, les exportations du secteur manufacturier ont mieux réagi qu'on ne l'aurait cru à la demande mondiale et aux fluctuations des taux de change au cours des dernières années. Le volume des exportations a suivi la demande étrangère (qui a connu un ralentissement) et les secteurs sensibles à la valeur du dollar ont devancé les autres. Ce qui cloche est l'incapacité des fabricants à transformer les gains sur le plan des exportations en croissance du PIB et de l'emploi.

En fait, tant pour le PIB que pour l'emploi, les secteurs sensibles à la valeur du dollar ont moins bien fait que les autres secteurs. Ce comportement anormal laisse entendre que malgré l'amélioration du coût relatif de la main-d'œuvre entraînée par la dépréciation du dollar, les secteurs à prédominance de main-d'œuvre (dont un grand nombre est aussi sensible à la valeur du dollar canadien) ne pourront pas être le principal moteur de croissance du secteur manufacturier à court terme. Les secteurs à prédominance de capital devront donc fournir un plus grand apport. Cela pourrait toutefois être problématique compte tenu du coût relatif élevé des biens d'équipement, qui éclipse les économies liées au bas prix de l'énergie.

Graphique 1
La demande de produits manufacturiers canadiens ralentit



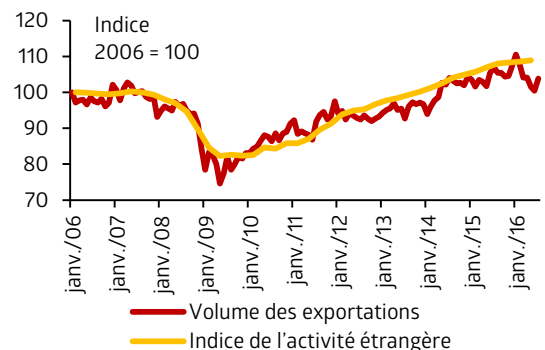
Sources : Banque du Canada et Banque CIBC

Les exportations du secteur manufacturier se portent mieux que prévu

La Banque du Canada attend toujours, et nous de même, mais la rotation de l'activité économique des secteurs de l'énergie vers les autres secteurs ne s'est pas encore produite. Divers facteurs permettent d'expliquer ce retard : d'abord, la demande des États-Unis pour nos produits s'est affaiblie (graphique 1). Ensuite, les services locaux achetés par les consommateurs américains surpassent les biens que nous leur vendons et la capacité de production perdue durant la sombre période de la parité avec le dollar américain empêche toujours certains secteurs de répondre à la demande actuelle, aussi faible soit-elle.

Si l'on prend en compte tous ces facteurs, les fabricants exportateurs canadiens ont relativement bien tiré leur épingle du jeu (graphique 2). Le volume des exportations du secteur manufacturier a augmenté de 12 % depuis 2012 alors que la demande, selon l'indice de l'activité étrangère de la Banque du Canada, a augmenté de 14 %. Force est de reconnaître que les exportations du secteur manufacturier ont connu une progression en escalier plutôt que linéaire, mais le résultat cumulatif depuis 2012 est meilleur qu'on ne s'y attendait.

Graphique 2
Les exportations manufacturières se portent assez bien



Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et Banque CIBC

Il y a bien sûr une raison pour laquelle nous avons choisi 2012 comme point de référence. Il s'agit de l'année où le dollar canadien a commencé à fléchir. Comme l'illustre le graphique 3, les secteurs les plus sensibles à la valeur du dollar canadien¹, comme ceux de l'avionnerie, des plastiques, des produits pharmaceutiques et médicaux et des communications, ont commencé à surpasser les autres secteurs. Leurs volumes d'exportation augmentent nettement plus rapidement que ceux des secteurs moins sensibles aux fluctuations du huard.

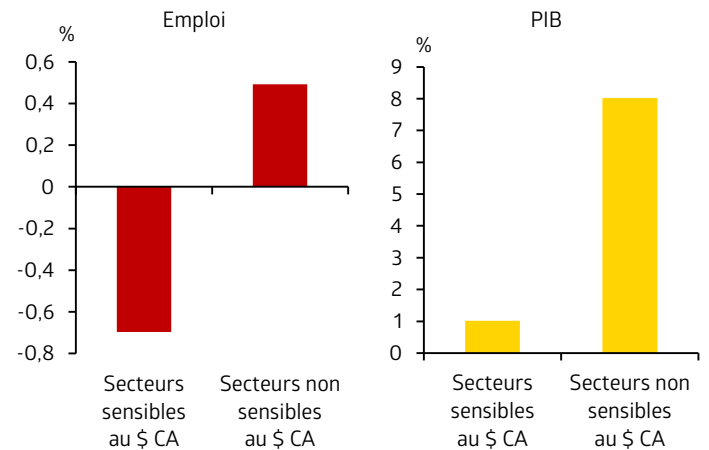
Où sont les retombées positives?

Le problème, donc, ne se trouve pas vraiment du côté de la réactivité du secteur de l'exportation à la demande et aux fluctuations des taux de change, mais plutôt du côté des retombées (autrement dit, de l'effet multiplicateur sur l'économie) qui auraient dû découler de l'exportation. Le graphique 4 nous montre que les retombées attendues brillent par leur absence. Les secteurs ayant gagné des parts de marché à l'exportation ont présenté des résultats décevants en ce qui a trait à la création d'emplois. Il en va de même pour la croissance du PIB, les secteurs manufacturiers sensibles à la valeur du dollar ayant affiché des résultats fortement inférieurs à ceux des autres secteurs. Il s'agit là d'un nouveau phénomène. Au cours des périodes de dépréciation du dollar précédentes, les secteurs sensibles à la valeur du dollar avaient réalisé des gains non seulement sur le plan du volume d'exportation, mais aussi de l'emploi et de la production.

La production des secteurs à prédominance de capital est à la traîne

Pour mieux comprendre cette curieuse tendance, il convient de jeter un coup d'œil à la nature de l'activité manufacturière pendant le plus récent cycle (depuis 2006). Regardez de plus près le graphique 5. Même si la capacité de production

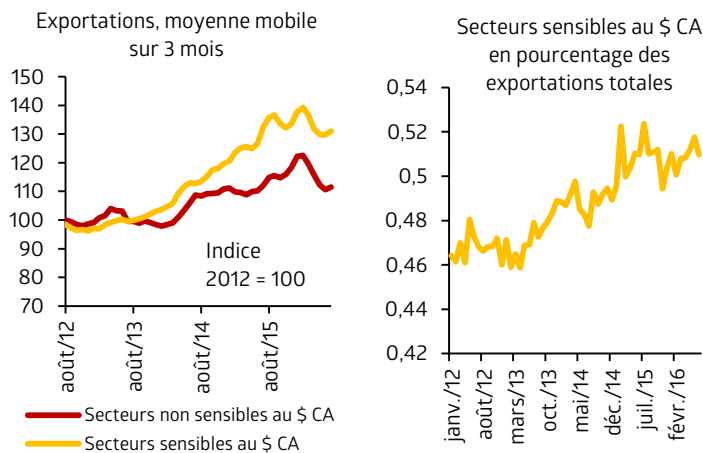
Graphique 4
Surprise : les secteurs sensibles au \$ CA accusent un retard sur l'emploi et le PIB depuis 2012



Sources : Statistique Canada et Banque CIBC

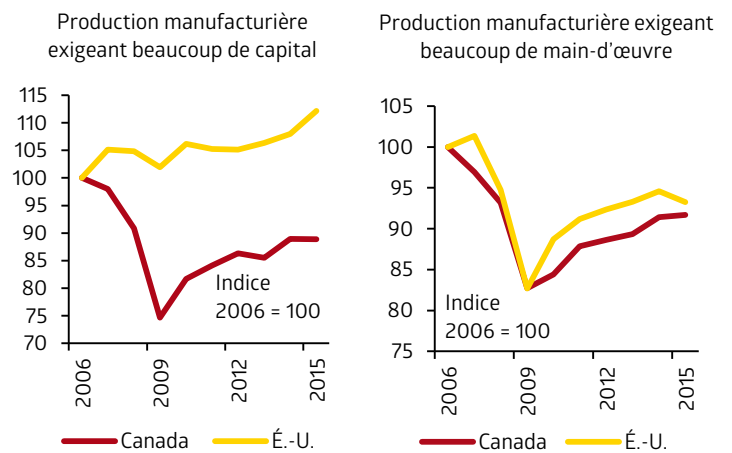
des secteurs manufacturiers canadiens à prédominance de main-d'œuvre et à prédominance de capital a subi un dur coup pendant la récession, les secteurs à prédominance de capital ont de loin été les plus touchés. Ces secteurs se sont relativement bien remis de ces pertes, mais la production est toujours inférieure de 10 % aux niveaux d'avant la récession et accuse toujours un retard par rapport aux secteurs à prédominance de main-d'œuvre. C'est toutefois lorsqu'on les compare à leurs équivalents américains qu'on observe l'ampleur du retard des fabricants canadiens des secteurs à prédominance de capital. La récession, malgré son ampleur, semble à peine avoir touché les fabricants américains de ces secteurs. En fait, aujourd'hui, leur production est supérieure de 12 % aux niveaux d'avant la récession. Comme les fabricants des secteurs à prédominance de capital au sud de la frontière

Graphique 3
Sans surprise, les secteurs sensibles au \$ CA ont dominé la reprise des exportations



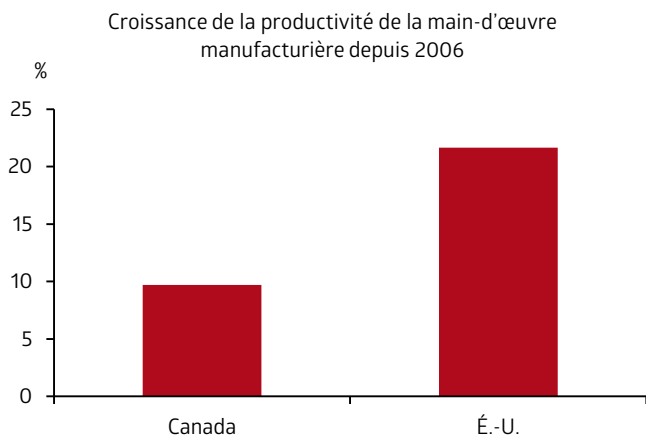
Sources : Statistique Canada et Banque CIBC

Graphique 5
Les secteurs à forte utilisation de capital ont moins bien fait



Sources : Statistique Canada et Banque CIBC

Graphique 6
La productivité manufacturière au Canada a été à la traîne durant le dernier cycle

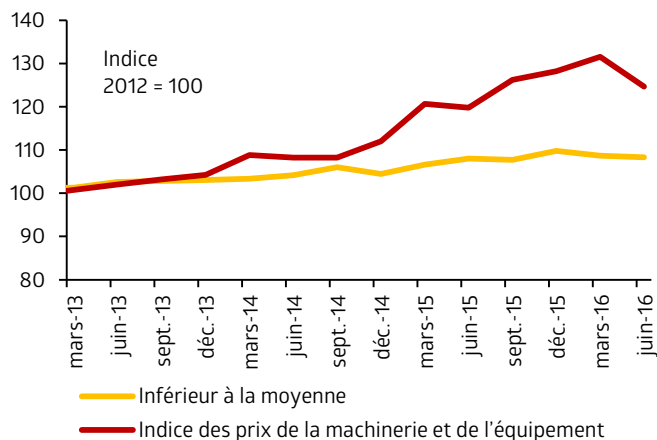


Sources : Statistique Canada et Banque CIBC

ont dégagé des rendements supérieurs à ceux de leurs homologues canadiens et que les fabricants des secteurs à prédominance de main-d'œuvre américains ont dégagé des rendements comparables à ceux des fabricants canadiens des mêmes secteurs, au cours du trimestre, la productivité relative de la main-d'œuvre américaine a gagné du terrain (malgré le récent ralentissement), augmentant de 2,6 % par année en moyenne depuis 2006, soit le double du gain en productivité du secteur manufacturier canadien (graphique 6). Cet écart de productivité a clairement érodé certains des effets bénéfiques de la faiblesse du dollar sur le coût unitaire relatif de la main-d'œuvre pour le Canada.

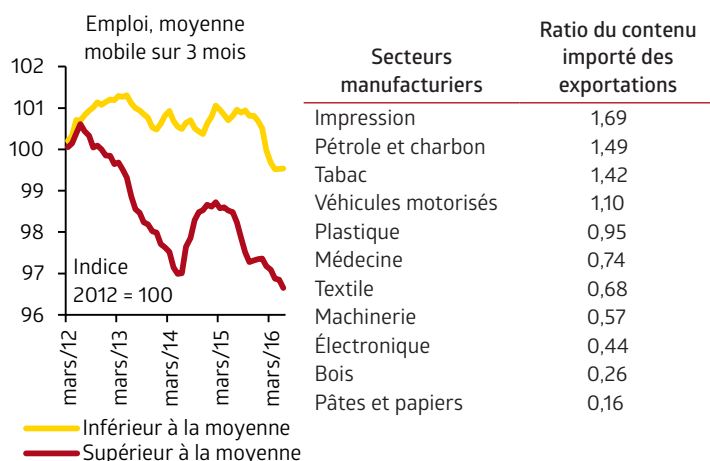
Le principal avantage d'un dollar plus faible est la baisse du coût relatif de la main-d'œuvre, par rapport à la flambée des coûts des biens d'équipement (graphique 7). Compte tenu

Graphique 7
Le coût des biens d'équipement augmente plus rapidement que le coût de la main-d'œuvre



Sources : Statistique Canada et Banque CIBC

Graphique 8
L'emploi se détériore plus rapidement dans les secteurs où le contenu importé des exportations est supérieur à la moyenne



Sources : Statistique Canada et Banque CIBC

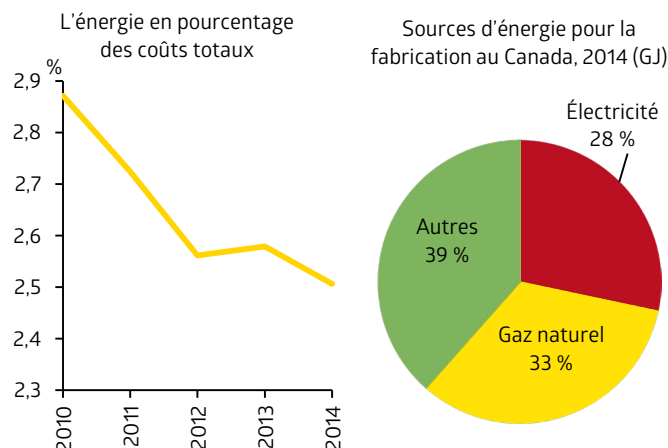
de cette situation, les nombreuses sociétés canadiennes à prédominance de main-d'œuvre et sensibles à la valeur du dollar canadien devraient probablement chercher à embaucher au lieu d'investir dans l'équipement. Cependant, ce n'est pas ce qui se produit. En outre, dans l'ensemble, le taux d'embauche global des secteurs dont le contenu importé des exportations est élevé (sur lesquels les effets de la hausse des coûts des biens d'équipement sont plus importants) chute plus rapidement que celui des secteurs dont le contenu importé des exportations est relativement plus faible (graphique 8), ce qui est un effet des marges limitées et de la lente rotation vers les activités à prédominance de main-d'œuvre.

Le message est donc clair. Si les sociétés de ces secteurs n'embauchent pas plus de main-d'œuvre quand elle est bon marché, elles n'ont probablement pas besoin de davantage de main-d'œuvre ou ne peuvent pas trouver ce qu'elles cherchent. Les trajectoires divergentes des secteurs à prédominance de main-d'œuvre et à prédominance de capital au cours du plus récent cycle pourraient signifier que nous avons atteint un point où les secteurs à prédominance de main-d'œuvre ne peuvent plus porter l'activité manufacturière et où les secteurs à prédominance de capital doivent accroître leur apport. Cela ne sera cependant pas facile compte tenu de l'augmentation des coûts des biens d'équipement.

Coût de l'énergie – pas une question macroéconomique

Même si le coût des biens d'équipement est en hausse, le coût de l'énergie pour les fabricants canadiens a diminué. Cela peut avoir un effet positif sur les marges, mais celles-ci sont actuellement très faibles. L'énergie représente seulement 2,5 % des coûts totaux, une réduction par rapport au début de la décennie (2,9 %) (graphique 9).

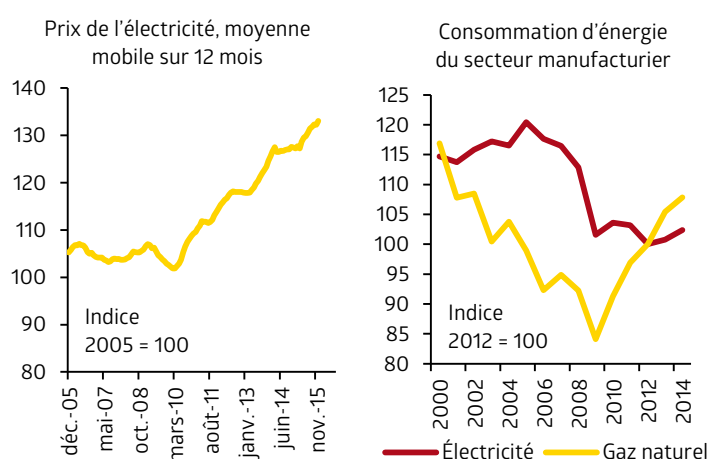
Graphique 9
Baisse des coûts de l'énergie



Sources : Statistique Canada et Banque CIBC

On ne peut bien sûr pas parler du prix de l'énergie sans mentionner l'électricité, dont le prix a connu une augmentation cumulative de 33 % depuis 2009, soit 23 % de plus que l'inflation. En Ontario, le prix de l'électricité a grimpé de manière encore plus drastique, présentant une augmentation de 71 % depuis 2009. Même si, en moyenne, l'électricité représente moins de 30 % du coût de l'énergie (et seulement 1 % des coûts totaux), pour les secteurs qui en consomment une grande quantité, comme ceux des produits en matière plastique, de l'équipement électrique, des métaux de première fusion et du matériel de transport, ces coûts peuvent avoir un effet notable sur les marges. Encore là, dans certains cas, les dégâts sont atténués par l'utilisation de plus en plus

Graphique 10
La hausse des prix de l'électricité laisse place au gaz naturel



Sources : Statistique Canada et Banque CIBC

répandue du gaz naturel au lieu de l'électricité (graphique 10), ce qui contribue à réduire davantage la sensibilité du secteur manufacturier canadien aux fluctuations des prix de l'énergie.

L'écart entre les données sur l'exportation et les autres indicateurs économiques réels du secteur manufacturier canadien pourrait donc s'expliquer par le fait que les secteurs à prédominance de main-d'œuvre ne peuvent pas porter seuls le fardeau. La transition vers les activités à prédominance de capital sera cependant freinée par le coût accru de biens d'équipement. La rotation va certainement se produire, mais il pourrait falloir plus de temps que prévu avant qu'elle ne se fasse.

Footnote:

1. Voir « An Update – Canadian Non-Energy Exports: Past Performance and Future Prospects », Banque du Canada document d'analyse 2015-10, pour obtenir une analyse des secteurs selon leur sensibilité au dollar.

Marchés mondiaux CIBC inc., CIBC World Markets Corp., CIBC World Markets Plc., CIBC Australia Limited et certaines autres entités de services bancaires aux entreprises et de marchés financiers de la Banque Canadienne Impériale de Commerce exercent leurs activités sous la marque Marchés mondiaux CIBC.

Le présent rapport a été émis et approuvé pour distribution a) au Canada, par Marchés mondiaux CIBC Inc., membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), de la Bourse de Toronto, de la Bourse de croissance TSX et du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE), b) au Royaume-Uni, par CIBC World Markets plc, qui est réglementée par la Financial Services Authority (FSA), c) en Australie, par CIBC Australia Limited, membre de l'Australian Stock Exchange réglementé par l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC) (collectivement, « CIBC ») et d) aux États-Unis soit i) par Marchés mondiaux CIBC inc. à l'intention uniquement des investisseurs institutionnels importants aux États-Unis (tels qu'ils sont définis dans le règlement 15a-6 de la Securities and Exchange Commission) ou ii) par CIBC World Markets Corp., membre de la Financial Industry Regulatory Authority. Les investisseurs institutionnels importants aux États-Unis qui reçoivent le présent rapport de Marchés mondiaux CIBC inc. (le courtier au Canada) sont tenus d'effectuer les transactions (autres que la négociation de leurs termes) sur des titres faisant l'objet de ce rapport par l'intermédiaire de CIBC World Markets Corp. (le courtier aux États-Unis).

Ce rapport est publié à titre d'information seulement, à l'intention des investisseurs institutionnels et des clients de détail de Marchés mondiaux CIBC au Canada, et ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres mentionnés dans un territoire où pareille offre ou sollicitation est interdite. Le présent document, de même que tous les produits et les renseignements qui y sont présentés, ne sont pas destinés à l'usage des investisseurs privés au Royaume-Uni. Ces investisseurs ne pourront conclure de convention ni acheter les produits mentionnés dans le présent document auprès de CIBC World Markets plc. Les commentaires et les points de vue exprimés dans le présent document visent à répondre aux intérêts généraux des clients de gros de CIBC Australia Limited.

Le présent rapport ne tient pas compte des objectifs de placement, de la situation financière ni des besoins spécifiques d'un client particulier de CIBC. Avant de prendre une décision de placement sur la base de l'information contenue dans le présent rapport, le lecteur est invité à en évaluer le bien-fondé en tenant compte de ses besoins et objectifs de placement particuliers, de même que de sa situation financière. CIBC vous recommande également de communiquer avec l'un de ses conseillers à la clientèle établi dans votre territoire pour en discuter. Les niveaux et les bases d'imposition pouvant varier, toute mention dans le présent rapport de l'incidence fiscale d'un placement ne saurait être interprétée comme un conseil de nature fiscale; comme pour toute opération pouvant avoir des conséquences fiscales, les clients ont intérêt à s'adresser à leur propre conseiller fiscal. Les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs.

Les renseignements et les données statistiques du présent document proviennent de sources que nous estimons fiables, mais nous ne pouvons en garantir ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Toutes les estimations et opinions qui y sont formulées constituent des jugements en date du présent rapport et sont sous réserve de modifications sans préavis.

Le présent rapport peut contenir des adresses de sites Web sur Internet ou des hyperliens menant à de tels sites. CIBC n'a pas analysé les sites Web Internet liés appartenant à des tiers et décline toute responsabilité en ce qui concerne leur contenu. Ces adresses ou hyperliens sont exclusivement fournis pour la commodité et l'information du lecteur, et le contenu des sites Web de tiers liés n'est d'aucune manière intégré au présent document. Les destinataires qui choisissent d'accéder à ces sites Web de tiers ou de suivre ces hyperliens le font à leur propre risque.

© Marchés mondiaux CIBC inc., 2016. Tous droits réservés. L'utilisation, la distribution, la reproduction et la publication du présent rapport sans l'autorisation écrite préalable de Marchés mondiaux CIBC inc. sont interdites par la loi et peuvent donner lieu à des poursuites judiciaires.