

Programme des publications
de recherche d'Industrie Canada

LE CANADA AU 21^e SIÈCLE

II. RESSOURCES ET TECHNOLOGIE

INVESTISSEMENT : LES DÉFIS À RELEVER AU CANADA

*Document n° 5
Novembre 1998*

Programme des publications de recherche d'Industrie Canada

Le Programme des publications de recherche d'Industrie Canada fournit une tribune pour l'analyse des grands défis micro-économiques auxquels est confrontée l'économie canadienne et favorise un débat public éclairé sur les grandes questions d'actualité. Sous l'égide de la Direction générale de l'analyse de la politique micro-économique, la collection des documents de recherche, qui s'inscrit dans le cadre de ce programme, regroupe des documents de travail analytiques révisés par des pairs et des documents de discussion rédigés par des spécialistes qui portent sur des questions micro-économiques d'importance primordiale.

Les opinions exprimées dans ces documents de recherche ne reflètent pas nécessairement celles d'Industrie Canada ou du gouvernement fédéral.

Programme des publications
de recherche d'Industrie Canada

LE CANADA AU 21^e SIÈCLE

II. RESSOURCES ET TECHNOLOGIE

INVESTISSEMENT : LES DÉFIS À RELEVER AU CANADA

*Par Ronald P.M. Giammarino
Université de la Colombie-Britannique*

Also available in English

Données de catalogage avant publication (Canada)

Giammarino, Ronald P.M. (Ronald Peter Mark), 1955-

Investissement : les défis à relever au Canada.

(Le Canada au 21^e siècle. II. Ressources et technologie)

Texte en français et en anglais disposé tête-bêche.

Titre de la p. de t. addit. : Capital Investment Challenges in Canada.

Comprend des références bibliographiques.

ISBN 0-662-63731-3

No de cat. C21-27/2-1998

1. Investissements – Canada.
2. Investissement de capital – Canada.
- I. Canada. Industrie Canada. Direction générale de l'analyse micro-économique.
- II. Titre.
- III. Coll. : Le Canada au 21^e siècle. II. Ressources et technologie.

HC79.C3G42 1998

332.6'0971

C98-980296-5F

Les opinions exprimées dans ce document ne correspondent pas nécessairement à celles d'Industrie Canada ou du gouvernement fédéral.

Vous trouverez, à la fin du présent ouvrage, des renseignements sur les documents publiés dans le cadre du Programme des publications de recherche et sur la façon d'en obtenir des exemplaires. Des sommaires des documents et cahiers de recherche publiés dans les diverses collections d'Industrie Canada, ainsi que le texte intégral du bulletin trimestriel, *MICRO*, peuvent être consultés sur *STRATEGIS*, le service d'information commerciale en direct du Ministère, à l'adresse <http://strategis.ic.gc.ca>.

Prière d'adresser tout commentaire à :

Someshwar Rao
Directeur
Analyse des investissements stratégiques
Analyse de la politique micro-économique
Industrie Canada
5^e étage, tour ouest
235, rue Queen
Ottawa (Ontario) K1A 0H5
Tél. : (613) 941-8187
Fax : (613) 991-1261
Courriel : rao.someshwar@ic.gc.ca

Table des matières

PRÉFACE	<i>i</i>
SOMMAIRE	<i>ii</i>
INTRODUCTION	1
EXISTE-T-IL UN PROBLÈME D'INVESTISSEMENT AU CANADA?	3
REVENU, INVESTISSEMENT ET FACTEURS DÉMOGRAPHIQUES	4
TENDANCES DU REVENU, DE LA CROISSANCE DU REVENU ET DE LA PRODUCTIVITÉ AU CANADA	8
INVESTISSEMENT DANS LA R-D	12
CONCLUSION	13
DÉFIS À RELEVER EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT	15
INVESTISSEMENT, COMMERCE ET MONDIALISATION	15
RETOMBÉES ET TRANSFERTS DE CONNAISSANCES	16
PROTECTION DE L'ENVIRONNEMENT	17
ÉVOLUTION TECHNIQUE	21
MILIEU DÉCISIONNEL	23
COMMENT CHOISIT-ON LES INVESTISSEMENTS AU CANADA?	24
LES MARCHÉS FINANCIERS SONT-ILS IMPATIENTS?	26
RÉGLEMENTATION	32
DÉFIS À VENIR	35
NOTES	37
BIBLIOGRAPHIE	39
PUBLICATIONS DE RECHERCHE D'INDUSTRIE CANADA	41

PRÉFACE

À L'APPROCHE DU NOUVEAU MILLÉNAIRE, les Canadiens assistent à une transformation radicale des paramètres de l'économie. La tendance à la mondialisation des marchés et à l'intégration de plus en plus poussée de l'activité économique entre les nations s'accroît. Les progrès spectaculaires de l'informatique et des communications facilitent ce mouvement de mondialisation et changent fondamentalement le milieu de travail et le mode de vie des Canadiens. Du même coup, et comme conséquence première de la révolution de l'information, les activités axées sur le savoir occupent une place sans cesse plus grande dans notre économie et celle des autres pays industrialisés.

Cette mutation fondamentale de l'économie nous incite à faire une comparaison avec la révolution industrielle du 19^e siècle. Comme à cette époque, les grands changements structurels engendrent des incertitudes. Les entreprises et les travailleurs luttent pour se tailler une place dans ce nouvel ordre économique. Les Canadiens se demandent si les ressources matérielles, humaines et institutionnelles de leur pays constituent une assise suffisamment solide pour garantir leur prospérité future. Beaucoup estiment que les perspectives qui s'offrent au Canada sont beaucoup moins sûres qu'à l'époque où les richesses naturelles jouaient un rôle clé dans l'édification de l'économie du pays.

Afin d'explorer plus à fond les possibilités et les défis que laissent entrevoir ces développements à moyen et à long terme, la Direction de l'analyse de la politique micro-économique d'Industrie Canada a invité un groupe de spécialistes à présenter leur « vision » du Canada au 21^e siècle dans un certain nombre de domaines importants. Chaque auteur devait s'attaquer à deux tâches redoutables : d'abord dégager les grandes tendances historiques en vue d'élaborer des scénarios illustrant comment les choses évolueront vraisemblablement au cours des dix à quinze prochaines années dans le domaine qui lui avait été assigné, puis examiner les conséquences à moyen terme de cette évolution pour l'économie canadienne.

Les essais qui découlent de cet exercice sont en voie de publication sous le thème général « Le Canada au 21^e siècle ». La collection englobe onze documents traitant des perspectives qui s'offrent au Canada à moyen terme dans différents domaines. Ces documents sont répartis en trois volets. Le premier, *Mise en situation*, est consacré aux tendances fondamentales qui façonneront le contexte économique à moyen terme au Canada. Le second volet, *Ressources et technologie*, traite de l'évolution de certains facteurs importants sur le plan de la création de la richesse au Canada, ainsi que des mesures requises pour leur donner un solide fondement en vue d'assurer la prospérité du pays. Le troisième et dernier volet, *Relever le défi*, scrute les réactions des particuliers, des entreprises et des gouvernements aux défis qui se présenteront à moyen terme et propose certains éléments de solution en vue d'orienter le pays sur la bonne voie.

S'inscrivant dans le volet *Ressources et technologie*, cette étude du professeur Ronald Giammarino, de l'Université de la Colombie-Britannique,

relève diverses observations qui montrent que le Canada est aux prises avec un problème d'investissement. La performance relativement médiocre de la productivité, les faibles niveaux d'investissement en R-D et le développement laborieux des industries de haute technologie au Canada par rapport à de nombreux autres pays de l'OCDE sont autant d'indices que des lacunes du marché pourraient gêner l'investissement. Afin d'instaurer un climat plus propice à l'investissement, nous devons lever un certain nombre de contraintes. L'auteur affirme que le Canada doit surmonter certains obstacles s'il veut améliorer le climat d'investissement. Premièrement, il importe de tenir compte de la mobilité internationale accrue du capital en alignant les taux d'imposition sur ceux qui sont en vigueur dans les autres pays industrialisés et de consacrer des recettes fiscales à des immobilisations en infrastructure qui amélioreront la qualité de vie tout en accroissant l'efficacité du capital et de la main-d'oeuvre. Deuxièmement, il faut soutenir la R-D et les autres formes d'investissement qui engendrent des retombées importantes. À cette fin, l'auteur propose que l'on adopte une perspective internationale – par exemple un engagement multilatéral à améliorer les mesures de protection des droits de propriété. Troisièmement, les politiques environnementales ne devraient pas imposer aux entreprises canadiennes un désavantage sur le plan de la concurrence. Mais si les sociétés canadiennes choisissent de dépasser les normes internationales en matière d'environnement, l'auteur ajoute qu'il serait peut-être approprié de leur accorder certains stimulants financiers.

SOMMAIRE

LA PRÉSENTE ÉTUDE A POUR OBJET de préciser les défis que devront relever les Canadiens au cours des dix à quinze prochaines années en vue de créer et d'exploiter des occasions d'investir. Étant l'activité qui mène à la formation de capital, l'investissement est un agent important de la croissance de la productivité et de la production. La formation de capital augmente la productivité du travail et le revenu car elle fournit les outils qui permettent de démultiplier les efforts de façon à augmenter la production. Le rapport traite d'abord du rôle de l'investissement dans l'économie canadienne, puis des tendances observées au Canada et dans d'autres pays.

Au milieu des années 70, l'industrie canadienne a accusé une forte baisse de productivité comparable à celle observée dans la plupart des pays industrialisés. Cette baisse donne à penser que le niveau d'investissement au Canada était peut-être faible. Cependant, alors que la productivité s'est stabilisée ou légèrement améliorée dans d'autres pays développés au cours des quinze dernières années, au Canada, la croissance de la productivité de la main-d'oeuvre a été inférieure à la moyenne et la productivité globale des facteurs de production a effectivement diminué. Les raisons de cette détérioration ne sont pas claires. La diminution de l'investissement en général, et au titre de la R-D en particulier, pourrait expliquer partiellement ce recul. De surcroît, des données plus récentes laissent entendre que la structure industrielle du Canada n'a pas évolué aussi rapidement que celle d'autres pays vers les domaines de pointe, à valeur plus grande.

Ni le faible niveau d'investissement, ni la composition particulière de l'investissement ne devrait être, en soi, une source de préoccupation, car il se pourrait que les occasions d'investir ne soient pas aussi prometteuses au Canada qu'ailleurs. On irait, certes, à l'encontre du but recherché en encourageant l'investissement dans des projets à faible rendement. En revanche, il arrive que des effets externes ou des échecs du marché entravent l'investissement. Or, quand la baisse de productivité, surtout par comparaison à d'autres pays développés, est le reflet de pareils obstacles, il est possible d'améliorer la situation. Par conséquent, la présente étude vise à repérer les obstacles susceptibles d'entraver l'investissement aujourd'hui ou dans l'avenir, afin de préciser les défis qu'il faudra relever à moyen terme.

Une grande tendance et un concept important sous-tendent la présente étude de l'articulation de la politique en matière d'investissement qui prévaut au Canada. La tendance est celle de l'accroissement de la mobilité des facteurs de production et de l'intégration internationale observée sur les marchés mondiaux. Le choix des investissements par les sociétés canadiennes et le choix des politiques par le gouvernement doivent tenir compte à la fois des problèmes que pose la mondialisation et des possibilités qu'elle offre. Le concept sous-jacent est celui selon lequel, en général, les meilleures décisions en matière d'investissement sont prises par des personnes qui répondent aux signaux du

marché. Par le passé, il était courant que les responsables de l'élaboration des politiques examinent les domaines ayant une incidence importante sur la croissance économique et qu'ils conçoivent des mesures d'incitation à l'investissement ou à l'épargne pour stimuler l'activité dans ces domaines. Mais il est peu probable que cette stratégie donne de bons résultats dans l'avenir. En premier lieu, les expériences antérieures ne donnent aucune preuve qu'elle est efficace. Plus précisément, dans la plupart des cas, il y a peu de raisons de croire que les stratèges puissent prendre de meilleures décisions que les sociétés privées ou les particuliers en matière d'investissement. Par exemple, il semble que les efforts en vue de stimuler l'investissement dans la R-D ont échoué et que le Canada a tardé à investir dans les nouvelles technologies. De surcroît, l'offre d'encouragements à un secteur particulier est une mesure qui a été et continuera d'être contestée par nos partenaires commerciaux.

Cela ne signifie toutefois pas que les stratèges ne disposent d'aucun moyen d'améliorer la situation en matière d'investissement; les sections qui suivent décrivent certains domaines prometteurs. Cependant, il convient de souligner ici, de façon générale, que les responsables de l'élaboration des politiques devraient se préoccuper moins de décisions particulières et accorder plus d'importance à l'environnement décisionnel. *Le défi consiste à trouver de nouveaux moyens de soutenir l'investissement. À cet égard, il faudrait offrir moins d'encouragements directs et accorder plus d'importance à la coordination internationale des politiques, à la réglementation et à l'investissement public.*

Suit la description des principaux défis qui se posent dans les domaines où le marché ne tire pas toujours pleinement parti des possibilités d'investissement à cause de facteurs externes ou d'échecs du marché.

- L'intensification de la mondialisation augmentera la mobilité des facteurs de production : en particulier, le flux d'investissement se concentrera de plus en plus là où le rendement global est le plus élevé. Ce rendement inclura des composantes pécuniaires et non pécuniaires, de sorte que nombre d'investissements, surtout ceux qui dépendent du capital humain, auront lieu où les coûts d'exploitation sont faibles et où la qualité de la vie est bonne. *Le défi consiste à s'assurer que le Canada fasse les investissements dans l'infrastructure qui sont nécessaires pour maintenir un haut niveau de vie et pour augmenter l'efficacité du capital et de la main-d'oeuvre.* Il se pourrait que le marché ne soit pas tout seul à relever le défi, car l'augmentation de l'infrastructure procure un avantage direct aux Canadiens qui utilisent ces investissements et un avantage indirect en attirant les investisseurs. Par exemple, en augmentant le niveau de scolarité de la population active, non seulement on rehausse le niveau de vie du Canadien moyen, mais on rend aussi l'investissement au Canada plus intéressant.

- Il est prouvé que l'investissement, particulièrement dans la R-D, a des retombées bénéfiques pour bon nombre d'entreprises, outre l'investisseur initial. Donc, la valeur sociale de certains investissements excède celle des avantages privés, ce qui permet de justifier les subventions à l'investissement. Cependant, on sait aussi que les retombées internationales sur le plan des connaissances sont considérables, de sorte que subventionner l'investissement dans un pays pourrait signifier subventionner un transfert de connaissances à un autre. *Le défi consiste à remplacer les subventions directes par des mécanismes internationaux qui permettent aux investisseurs de capter une part plus grande du revenu global de leurs investissements.* Ces mécanismes pourraient notamment viser à mieux coordonner et faire respecter les lois destinées à protéger les brevets et d'autres droits de propriété. Ou bien, ils pourraient avoir pour but de faciliter la collaboration internationale dans les domaines de la recherche fondamentale et de la R-D, de sorte que les réseaux privés se chargent de protéger les bénéfices de l'investissement.
- L'importance et la complexité des problèmes environnementaux et de leur incidence sur le choix des investissements augmenteront à mesure que le Canada s'adaptera à des marchés plus ouverts. En tant que pays riche et développé, le Canada pourrait choisir de surpasser les normes internationales de protection de l'environnement en consacrant plus de ressources à l'amélioration et à la protection de son patrimoine environnemental. Cependant, imposer des normes plus strictes pourrait désavantager concurrentiellement les entreprises canadiennes et causer des fuites de capitaux. Le problème qui se pose aux responsables de l'élaboration des politiques est celui de soutenir les activités d'investissement du secteur privé tout en faisant des choix sociaux particuliers. *Le défi consiste à assurer simultanément que les coûts de base des entreprises soient concurrentiels et que les choix politiques du Canada soient respectés.* Pour cela, il faudra concevoir de nouvelles mesures d'incitation à l'intention des entreprises. Par exemple, si l'articulation de la politique encourage les entreprises canadiennes à excéder les normes internationales de protection de l'environnement, il vaut mieux subventionner les entreprises qui subissent les coûts du dépassement des normes, plutôt que leur imposer les normes et l'augmentation concomitante des coûts de base.
- La façon dont les gestionnaires canadiens évaluent les possibilités d'investissement explique pourquoi le niveau d'investissement en général, et dans la R-D en particulier, est faible et pourquoi le transfert des ressources des domaines peu spécialisés vers les domaines de pointe est lent. D'aucuns pensent que les gestionnaires canadiens sous-investissent dans les projets risqués, à long terme, principalement parce qu'ils sont peu enclins à prendre des risques. Cependant, la diversification

des possibilités d'investissement, sur la scène tant nationale qu'internationale, infirme cette théorie. Une autre explication serait que les gestionnaires ont aujourd'hui tendance à avoir la vue courte parce qu'ils sous-estiment les avantages à long terme des investissements. À cela, les gestionnaires réfutent souvent qu'ils évaluent correctement les possibilités, mais que le comportement des marchés financiers contemporains les décourage d'investir à long terme. Selon eux, le fait que l'investissement dans un projet à long terme réduise les profits courants risque de faire baisser le prix des actions et de susciter une offre publique d'achat hostile. Par conséquent, certains gestionnaires soutiennent qu'ils doivent rejeter des investissements à long terme intéressants (comme l'investissement dans des nouvelles technologies) au profit d'investissements moins valables dont les gains pécuniaires sont plus immédiats (comme l'investissement dans l'extraction de ressources).

- Il n'existe aucune preuve que les marchés financiers n'accordent aucune valeur à l'investissement à long terme. En outre, on n'a pas pu démontrer que la menace d'une offre publique d'achat hostile influe considérablement sur les investissements à long terme. Cependant, on possède des preuves que les gestionnaires canadiens appliquent des méthodes d'évaluation qui ont la réputation de produire des chiffres erronés. Il pourrait s'agir là d'un des facteurs qui empêchent les gestionnaires de reconnaître la valeur intrinsèque des projets risqués à long terme. *Le défi consiste à intensifier les pressions concurrentielles qui s'exercent sur les gestionnaires canadiens, afin de les inciter à poursuivre énergiquement les possibilités d'investissement intéressantes.* Pour cela, il faudra permettre à la concurrence de saisir les occasions d'investissement et rendre le marché de la prise de contrôle d'entreprise (marché des offres publiques d'achat) plus concurrentiel. Les responsables de l'élaboration des politiques devront passer en revue les restrictions quant à la propriété, les lignes directrices concernant le gouvernement d'entreprise, les obstacles à l'accès aux marchés financiers et les barrières à l'entrée sur les marchés des produits.
- La réglementation des marchés financiers influe également sur les décisions que prennent les entreprises. Par exemple, les prêts bancaires représentent une voie importante d'investissement des ressources. Or, il est généralement reconnu que le règlement sur l'assurance-dépôts peut fausser considérablement les modalités de prêt bancaire. *Le défi consiste à mettre en place un système qui permet d'évaluer et d'améliorer régulièrement et de façon cohérente la réglementation des marchés financiers.*

INTRODUCTION

LE BIEN-ÊTRE ÉCONOMIQUE ET SOCIAL FUTUR DES CANADIENS dépendra fondamentalement des décisions que prendront, individuellement et collectivement, les stratèges des secteurs privé et public en matière d'investissement. L'emploi, la consommation, le mode de vie et l'état de l'environnement sont tous des éléments sur lesquels influenceront le stock de capital de l'économie et le taux de formation de capital résultant de l'investissement.

La présente étude a pour objectif d'examiner les défis que devront relever les Canadiens au cours des dix à quinze prochaines années en matière d'investissement. Elle met surtout l'accent sur les obstacles à surmonter pour tirer pleinement parti des possibilités d'investissement. Certains défis sont quantifiables et simples. De nombreux autres sont complexes et ont pour origine la mondialisation croissante de l'économie, conjuguée à l'évolution rapide de la technologie et de la société.

La première partie de l'étude vise à déterminer s'il existe réellement un problème d'investissement au Canada. L'investissement accroît le bien-être social et économique parce qu'il augmente la productivité. Or, les tendances de la productivité observées au Canada donnent à penser que l'investissement est assez faible et dirigé principalement vers les industries des technologies de niveau intermédiaire. Ni un faible niveau d'investissement ni une composition particulière de l'investissement ne doit, en soi, susciter des inquiétudes, s'il ou elle reflète un choix optimal d'investissement. Cependant, il arrive que des facteurs externes et des échecs du marché entravent l'investissement et empêchent les Canadiens de profiter pleinement des possibilités d'investissement qui s'offrent à eux. La diminution de la productivité, surtout comparativement à d'autres pays développés, le niveau assez faible d'investissement dans la R-D et l'expansion relativement lente des industries des technologies de pointe semblent indiquer que pareils obstacles existent, donc aussi qu'il devrait être possible d'améliorer la situation.

Dans la suite de l'étude on cherche à cerner les problèmes susceptibles d'entraver l'investissement aujourd'hui et dans l'avenir. Cet exercice permettra de préciser les défis qu'il faudra relever à moyen terme.

En premier lieu, on examine l'incidence de la mondialisation sur le choix des investissements. À cet égard, soulignons que la mondialisation des marchés tant des produits que des investissements a rendu ces derniers « volants ». Cette mobilité des facteurs a des conséquences en ce qui concerne le genre d'investissements choisis et le rôle que joue la politique dans ce choix. Ainsi, un mouvement des investissements vers les pays où les coûts sont faibles pourrait annuler l'effet des politiques conçues pour encourager un type particulier d'investissement. Ou bien, la mondialisation pourrait favoriser l'élaboration de politiques qui avantagent certains grands groupes ou réseaux d'industries.

Ensuite, on se penche sur la question du transfert des connaissances par le biais de l'investissement et du commerce. On examine aussi les répercussions

qu'ont sur l'environnement les investissements des entreprises, la mondialisation et la croissance de l'économie.

Enfin, à la dernière section, on se pose la question de savoir si l'inefficacité de l'investissement pourrait avoir pour source l'environnement décisionnel. À cet égard, on examine minutieusement la possibilité que les gestionnaires aient la vue courte quant aux choix des investissements. De surcroît, on observe l'effet de la réglementation des marchés financiers sur le choix des investissements.

Les tendances démographiques et les considérations d'ordre infrastructurel sont aussi des éléments importants qu'on n'étudie toutefois pas en profondeur ici, car ils sont le sujet d'autres études exécutées à la demande d'Industrie Canada.

EXISTE-T-IL UN PROBLÈME D'INVESTISSEMENT AU CANADA?

« Quand l'homme primitif a décidé pour la première fois de se servir d'un os comme gourdin plutôt que d'en consommer la moelle, cela a été un investissement. » [Traduction]

Anonyme, cité dans Copeland et Weston (1988)

LES AUTEURS D'UN TRAITÉ CONSACRÉ sur le financement des entreprises se servent de cette citation pour faire comprendre que le choix d'un investissement est à la fois simple et important. L'investissement fournit à la force de travail les outils nécessaires pour améliorer le bien-être économique. La question « Y a-t-il un problème d'investissement? » est, en fait, celle de savoir si les Canadiens consacrent une part trop grande ou trop faible de la consommation actuelle à la création d'un gain probable dans l'avenir.

La façon classique de répondre à cette question consiste à dire qu'il faut effectuer l'investissement si la valeur des bénéfices futurs supplémentaires tirés de l'investissement excède le coût, autrement dit à appliquer la règle de la valeur actualisée nette (VAN) : investir quand la valeur actuelle des bénéfices excède la valeur actuelle des coûts. Si les marchés financiers fonctionnaient parfaitement, il ne serait pas nécessaire d'examiner le niveau agrégé d'investissement, parce que les particuliers et les entreprises pourraient et voudraient entreprendre tous les investissements intéressants. Les directeurs d'entreprise, craignant un congédiement ou une prise de contrôle, s'efforceraient de maximiser le cours de l'action, donc rechercheraient et exploiteraient toutes les possibilités d'investissement pour lesquelles la VAN est positive. Dans de telles circonstances, il n'y a lieu de s'interroger ni sur le niveau ni sur la composition résultante de l'investissement. Des agents privés répondent aux signaux du marché et exploitent les possibilités d'investissement intéressantes.

En fait, les marchés financiers et les processus décisionnels ne sont pas parfaits. Il est généralement admis que des facteurs externes et des échecs du marché peuvent entraver l'investissement, donc, empêcher qu'un niveau optimal soit atteint. La mise au point d'une nouvelle technologie grâce à des travaux de R-D est l'exemple classique. Un investissement dans la technologie produit un revenu, peut-être sous forme d'efficacité opérationnelle, pour l'entreprise qui finance les travaux de R-D. Mais, les concurrents et d'autres industries bénéficient aussi de la nouvelle technologie. Donc, la valeur sociale de l'investissement est plus grande que sa valeur privée, et la société pourrait estimer que le niveau d'investissement est trop faible.

Dans pareil contexte, il est difficile de juger de la qualité des décisions prises en matière d'investissement au Canada. La méthode idéale consistant à évaluer un ensemble représentatif de choix distincts d'investissement s'avère peu pratique. En effet, il faudrait évaluer les avantages privés et sociaux, ainsi

que le taux approprié d'actualisation pour chaque possibilité d'investissement. Il serait également nécessaire de tenir compte de l'incidence des décisions stratégiques sur les estimations.

On a donc choisi ici d'examiner les déterminants fondamentaux des niveaux d'investissement, c'est-à-dire les tendances démographiques, les grands ratios du capital au travail et, enfin, la proportion de la production réinvestie dans l'économie. Si les grandes tendances globales permettent de dégager des lignes directrices grossières quant au volume requis d'investissement, elles n'offrent que peu de renseignements sur la qualité du stock de capital. Pour étudier cet aspect du problème, il est utile d'examiner la croissance de la productivité. On exprime cette dernière en quantité de produit par unité de facteur de production. Dans la mesure où le rendement des investissements se traduit par une production future plus forte, on peut considérer la croissance de la productivité comme le reflet du rendement global des investissements. On compare aussi dans la présente section le niveau de l'investissement dans la R-D au Canada et dans d'autres pays.

Les conclusions quant à l'existence éventuelle d'un problème d'investissement au Canada sont fondées sur les niveaux globaux d'investissement et sur les tendances générales de la productivité.

REVENU, INVESTISSEMENT ET FACTEURS DÉMOGRAPHIQUES

LA MESURE LA PLUS FONDAMENTALE ET LA PLUS RÉPANDUE de la production est le produit intérieur brut¹ (PIB). Selon les normes internationales, en valeur absolue, le PIB par habitant du Canada est élevé, comme en témoigne le tableau 1. Parmi les pays du Groupe des Sept, seuls les États-Unis et le Japon affichent un niveau de revenu plus élevé.

TABLEAU 1

PIB PAR HABITANT, 1993

CHIFFRES EN \$US FONDÉS SUR LA PARITÉ DU POUVOIR D'ACHAT

Canada	19 409
France	18 702
Allemagne	18 506
Italie	17 823
Japon	20 279
Royaume Uni	17 030
États-Unis	24 302
Moyenne du G7	19 435

Source : *Statistiques rétrospectives de l'OCDE, 1995.*

TABLEAU 2				
NIVEAUX D'INVESTISSEMENT AU CANADA				
MILLIONS DE DOLLARS DE 1986				
	1992	1993	1994	1995
Investissement public (% du PIB)	16 217 2,9	16 334 2,9	17 264 2,9	17 797 2,9
Construction résidentielle (% du PIB)	32 908 5,9	31 517 5,5	32 463 5,4	27 973 4,6
Construction non résidentielle des entreprises (% du PIB)	25 730 4,6	25 861 4,5	27 196 4,6	25 971 4,3
Machines et matériel (% du PIB)	56 564 8,3	48 383 8,5	54 010 9,0	59 477 9,7
Source : Statistique Canada, n°. 13-001 au catalogue.				

Ces dernières années, environ 21 p. 100 de la production du Canada ont été réinvestis dans l'économie. Comme l'indique le tableau 2, la composante la plus importante de l'investissement est celle du secteur privé, où l'investissement dans les machines et le matériel vient en tête². De surcroît, on note une forte croissance de l'investissement dans les machines et le matériel qui prolonge la tendance observée pendant la plupart des années 80.

À mesure que la population du Canada augmentera, il faudra accroître le stock de capital national, car la poussée démographique augmentera la demande de produits, l'offre de main-d'oeuvre et, concomitamment, les possibilités d'investissement. Statistique Canada (1995) prévoit que la population du Canada passera de 30 millions environ à 35 millions environ d'ici à l'an 2011. Autrement dit, le taux de croissance moyen sera de l'ordre de 1 p. 100 par an³.

Ces projections démographiques permettent d'estimer grossièrement les besoins d'investissement au Canada au cours des quinze prochaines années. Par exemple, en émettant des hypothèses raisonnables quant à la croissance de la main-d'oeuvre et au rapport entre le stock de capital et la productivité de la main-d'oeuvre, Slater (1992) estime que l'investissement brut devra se situer entre 20,6 p. 100 et 26,9 p. 100 du PIB si l'on veut soutenir une croissance modeste de la productivité de la main-d'oeuvre. Les prévisions de Slater n'incluent pas les investissements du secteur public dans la protection de l'environnement ou dans l'infrastructure. Selon la méthode choisie pour évaluer ces domaines, les besoins d'investissement du Canada pourraient être encore plus élevés⁴.

TABLEAU 3														
INVESTISSEMENT EN POURCENTAGE DU PIB														
MILLIONS DE DOLLARS DE 1986														
1981	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95
22	20	19	19	20	20	21	22	23	22	22	22	21	22	21

Source : Statistique Canada, n°. 13-531 au catalogue.

Le tableau 3 indique le pourcentage du PIB du Canada consacré aux investissements au cours des quinze dernières années. Le tableau 4, quant à lui, permet de comparer la situation au Canada, au Japon, aux États-Unis et dans les pays de l'OCDE ces dernières années. Les chiffres donnent à penser qu'en moyenne, le taux d'investissement du Canada est comparable à celui des autres pays de l'OCDE.

Cependant, les taux relativement faibles d'investissement enregistrés au début des années 80 pourraient être à l'origine de la baisse de productivité observée ces dernières années. Qui plus est, les parts récentes d'investissement se situent dans la partie inférieure de la fourchette d'estimations de Slater.

Les tendances démographiques permettent aussi de déterminer la répartition géographique des besoins futurs d'investissement. Le tableau 5 donne les estimations récentes et les projections de la migration interprovinciale entre 1996 et 2001. Ces chiffres indiquent qu'on s'attend à voir se poursuivre la migration vers la Colombie-Britannique et l'Ontario à partir des autres régions du pays. L'investissement, particulièrement dans l'infrastructure, pourrait donc être

TABLEAU 4		
FORMATION BRUTE DE CAPITAL FIXE		
PART DU PIB RÉEL		
Moyenne	Années 80	1989
Canada	21,0	23,2
Japon	29,5	34,2
États-Unis	17,3	17,9
OCDE	20,5	22,1

Source : Investissement Canada, tiré des comptes nationaux de l'OCDE.

TABLEAU 5					
MIGRATION INTERPROVINCIALE					
MILLIERS					
	1975-1976	1980-1981	1985-1986	1990-1993	1996-2001
Colombie-Britannique	-5,0	39,0	-3,7	73,2	326,4
Alberta	26,6	46,0	-5,1	6,7	12,8
Saskatchewan	5,3	-3,6	-7,0	-19,8	-88,4
Manitoba	-5,0	-8,8	-1,9	-13,0	-72,3
Ontario	-18,9	-33,9	32,7	-14,6	124,1
Québec	-13,4	-23,5	-4,8	-27,3	-191,0
Provinces atlantiques	10,1	-13,5	-13,2	-6,5	-72,65

Source : Statistique Canada, 1993.

une source importante de demande durant la période observée, surtout en Colombie-Britannique. Selon les chiffres du tableau 6, empruntés à la Canada West Foundation (1992), la croissance de l'investissement pourrait être due, du moins en partie, à l'anticipation d'une croissance future de la population. Il convient néanmoins d'utiliser ces chiffres avec prudence, car la migration et l'investissement manifestent tous deux une tendance cyclique marquée. Une récession en Colombie-Britannique pourrait provoquer une émigration nette et un ralentissement de l'investissement semblables à ceux observés au milieu des années 80.

TABLEAU 6		
INVESTISSEMENT RÉGIONAL		
TAUX DE VARIATION		
	1986-1989	1990-1991
Colombie-Britannique	25,0	-2,0
Provinces des Prairies	7,0	2,0
Ontario	14,0	-8,0
Québec	15,0	-8,0
Provinces atlantiques	11,0	-4,0
Canada	14,0	-4,0

Source : Statistique Canada, 1993.

**TENDANCES DU REVENU, DE LA CROISSANCE DU REVENU
ET DE LA PRODUCTIVITÉ AU CANADA**

EN CE QUI CONCERNE LA PRODUCTIVITÉ, les antécédents économiques du Canada sont fort semblables à ceux d'autres pays industrialisés. Le tableau 7 fait ressortir certaines caractéristiques communes. De 1960 à 1973, période qu'on qualifie souvent d'« âge d'or » des pays industrialisés, le taux de croissance du revenu est demeuré systématiquement élevé. Vient ensuite une période de quinze ans, qui a débuté après la baisse prononcée de 1973, durant laquelle la croissance a été nettement plus lente.

Le ralentissement de la croissance du PIB a-t-il été causé par la baisse de la productivité et de l'investissement? Pour répondre à cette question, il est utile d'examiner diverses mesures de la productivité et leur évolution au cours du temps. Le PIB réel par personne ayant un emploi est une mesure simple de la productivité, de meilleure qualité que le PIB par habitant, parce qu'elle tient compte des variations de la population active. Le tableau 8 montre la tendance observée dans les pays industrialisés pendant quatre décennies en se fondant sur cette mesure de la productivité. Selon ce tableau, où la production du Canada sert de mesure de base chaque année, depuis 1950, le PIB par personne ayant un emploi est plus faible au Canada qu'aux États-Unis, quoique l'écart se soit amenuisé considérablement. Cette mesure montre aussi que l'avantage du Canada par rapport aux autres pays du Groupe des Sept a diminué.

Des tendances similaires se dégagent des autres mesures de productivité. La *productivité du capital* est un indicateur très utilisé qui se fonde sur la production par unité (habituellement, le dollar) d'investissement. La *productivité du travail* est une autre mesure qui tient simplement compte de la production par unité de travail. Ordinairement, la production correspond à la valeur ajoutée au PIB et le travail, au nombre de travailleurs ou d'heures de travail.

TABLEAU 7					
CROISSANCE DU PIB RÉEL PAR HABITANT					
	1960-1973	1973-1979	1979-1989	1989-1993	1960-1993
Canada	3,6	2,9	1,8	-1,0	2,4
France	4,3	2,3	1,6	0,2	
Allemagne	3,7	2,5	1,7	2,1	2,7
Italie	4,6	3,2	2,4	0,7	3,2
Japon	8,3	2,5	3,4	2,2	5,0
Royaume-Uni	2,6	1,5	2,2	-0,3	1,9
États-Unis	2,6	1,4	1,5	0,8	1,9
Moyenne du G7	3,7	2,0	2,0	1,0	2,6

TABLEAU 8

PIB RÉEL PAR PERSONNE AYANT UN EMPLOI
CANADA=100

	1950	1960	1970	1980	1989
Canada	100	100	100	100	100
France	50,1	60,3	77,0	87,7	91,4
Allemagne	45,3	62,3	74,7	84,8	87,2
Italie	38,6	52,9	76,0	89,4	92,8
Japon	20,0	29,5	55,1	68,5	77,3
Royaume-Uni	70,8	69,1	70,3	72,7	76,0
États-Unis	131,6	126,8	120,6	109,3	106,3

Source : Rao et Lempriere, tels que cités dans Slater, 1992.

Ces deux mesures sont utiles, mais présentent chacune des inconvénients. Par exemple, l'investissement peut produire des gains tardifs et incertains. Un gros investissement pourrait faire diminuer considérablement les chiffres de productivité du capital calculés pour l'année initiale et les années subséquentes durant lesquelles on ne constate pas les produits de cet investissement. Par conséquent, l'indicateur de productivité du capital est remarquablement instable. De surcroît, la productivité du capital est fortement cyclique, car elle dépend des taux d'utilisation des capacités qui sont directement proportionnels à la production.

La productivité du travail est une mesure complexe qui reflète plusieurs éléments. Un premier groupe comprend les facteurs de production, comme le capital, l'énergie et l'infrastructure utilisés pour produire les biens. Toute chose étant égale par ailleurs, le travail sera d'autant plus productif que la complémentarité des facteurs de production sera grande. Le deuxième groupe de facteurs, qui a trait à l'efficacité du procédé de production, englobe les compétences de gestion, le niveau de scolarité des travailleurs, la politique gouvernementale en matière de concurrence et les normes anti-pollution.

La mesure de la *productivité globale des facteurs (PGF)* donne une autre perspective de la productivité. Cette mesure correspond à la production totale moins la somme pondérée des facteurs de production. Donc, la PGF est une mesure résiduelle qui englobe les progrès techniques, le rehaussement de la qualité des facteurs de production, ainsi que les variations de l'échelle de production et de l'utilisation de la capacité de production. Les chiffres de productivité globale des facteurs et de productivité du travail du tableau 9 témoignent d'une baisse générale de la productivité.

TABLEAU 9

PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL ET PRODUCTIVITÉ GLOBALE DES FACTEURS

	Productivité du travail			Productivité globale des facteurs		
	1960-73	1973-79	1979-94	1960-73	1973-79	1979-94
Canada	2,0	0,6	-0,1	2,9	1,5	1,2
France	4,0	1,7	1,7	5,4	3,0	2,6
Allemagne	2,6	1,8	0,5	4,5	3,1	0,9
Italie	4,4	2,0	0,9	2,8	2,9	1,9
Japon	5,6	1,3	1,4	8,3	2,9	2,5
Royaume-Uni	2,6	0,6	1,6	3,9	1,5	2,0
États-Unis	1,6	-0,4	0,4	2,2	0,0	0,8
G7	2,9	0,6	0,8	4,3	1,4	1,4

Source : *Études économiques de l'OCDE*, 1994-1995.

Toutes les mesures mentionnées montrent que la productivité a commencé à diminuer au milieu des années 70 et que la baisse s'est poursuivie jusqu'à la fin des années 80 dans la plupart des pays. Elle se prolonge au-delà de cette période au Canada. En fait, la baisse de productivité est si prononcée et si généralisée que Stanley Fisher (1988) en parle comme du « changement macroéconomique le plus important au cours des deux dernières décennies ».

Il est indispensable de comprendre pourquoi la productivité diminue afin de bien saisir les défis que doit relever le Canada en matière d'investissement. Si on arrivait à enrayer ou à renverser la tendance à la baisse de la productivité, on observerait une modification spectaculaire du taux de croissance du revenu. Pour bien faire comprendre cet argument, Fisher établit le lien entre la productivité et les attentes concernant la croissance du revenu.

« Quand le revenu par habitant augmente au taux de 4 p. 100, il double tous les 18 ans; quand il ne croît qu'au taux de 2 p. 100, il double tous les 35 ans. Le revenu permanent, défini comme la rente d'une citoyenne allemande de 25 ans qui fonde ses attentes concernant la croissance du revenu sur la moyenne des résultats enregistrés entre 1955 et 1973, surpasserait de 80 p. 100 le revenu courant de cette citoyenne; celui d'une citoyenne de 25 ans qui fonde ses attentes quant à la croissance du revenu sur le taux de croissance observé de 1973 à 1986 ne surpasserait que de 22 p. 100 le revenu courant. » [Traduction]

Bien qu'il s'agisse d'un exemple simple, le contraste marqué entre les attentes concernant le revenu que suscitent les deux périodes choisies permettrait peut-être d'expliquer en partie l'état d'esprit actuel des Canadiens. Taylor (1996) décrit cet état d'esprit dans la presse populaire de la façon suivante :

« En vérité, selon pratiquement toutes les mesures imaginables... nous comptons parmi les peuples les plus riches, les plus aisés du monde. Sans aucun doute, notre position est aussi beaucoup plus enviable que celle de la génération de nos parents. Ce qui s'est tout simplement passé ces dernières années, c'est que, pour la première fois de mémoire d'homme, notre avidité l'a emporté sur notre capacité de croissance. Au lieu de corriger nos attentes, nous nous sommes accrochés à l'idée que les choses ne cesseraient de s'améliorer, de plus en plus rapidement... Le fait d'être avide n'est pas un mal en soi, mais il a fait de nous un peuple de pleurnicheurs et de râleurs. » [Traduction]

En dernière analyse, la mesure dans laquelle l'investissement et la productivité sont liés est une question empirique à laquelle les chercheurs ont accordé beaucoup d'attention. Slater (1992) donne une vue d'ensemble utile de ce lien et conclut que la force des preuves fournies par les études de la situation durant l'après-guerre dans les pays occidentaux industrialisés montre qu'il existe fort probablement une relation de cause à effet entre l'investissement, l'épargne, la productivité à long terme et la croissance de l'économie.

Le tableau 10, inspiré des travaux de Dennison (1985), donne un aperçu des facteurs qui contribuent à la croissance.

TABLEAU 10	
FACTEURS DE CROISSANCE : ÉTATS-UNIS, 1929-1982	
Part de la croissance annuelle moyenne de la production réelle des entreprises expliquée par :	3,1%=100%
L'augmentation de la main-d'oeuvre	25%
L'augmentation du niveau d'instruction	16%
L'augmentation du capital	12%
L'amélioration de la répartition des ressources	11%
Les économies d'échelle	11%
Les progrès techniques	34%
Moins les facteurs négatifs inhibant la croissance	9%
Source : Palda, 1993.	

Ces travaux montrent que l'augmentation du capital, qui représente la mesure classique de l'investissement, n'est pas le seul facteur, ni le facteur le plus important, de la croissance de la production. D'autres formes d'investissement jouent également un rôle. Par exemple, les investissements dans l'infrastructure et dans le capital humain contribuent à l'éducation; l'éducation, ainsi que la R-D contribuent aux progrès techniques; et le capital humain, l'infrastructure et les mesures réglementaires⁵ ont un effet sur la qualité de la gestion et sur son aptitude à réaffecter efficacement les ressources.

Plus récemment, DeLong et Summers (1991) ont prouvé que le rôle de l'investissement dans la croissance de la productivité est beaucoup plus important que ne le laissent entendre les travaux de Dennison. Ils notent une forte corrélation statistique entre l'investissement dans les machines et le matériel, d'une part, et la croissance de l'économie, d'autre part. En examinant les données collectées pour 1960 à 1985, ils constatent que chaque investissement de 1 p. 100 du PIB dans les machines et l'équipement produit une croissance subséquente du PIB d'un tiers de point. Ils estiment aussi que, sur un marché qui fonctionne bien, le produit social de l'investissement dans le matériel est de l'ordre de 30 p. 100.

INVESTISSEMENT DANS LA R-D

L'INVESTISSEMENT DANS LA R-D EST JUGÉ INDISPENSABLE à la productivité et au bien-être économique. La ventilation de la productivité présentée au tableau 10 fait ressortir l'importance des travaux de R-D, car 34 p. 100 de la croissance sont directement liés aux progrès techniques et 16 p. 100 supplémentaires ont trait au niveau d'instruction.

Griliches (1988), qui a passé en revue des études sérieuses en la matière, note que la corrélation entre la R-D et la productivité est importante et statistiquement significative. De surcroît, on peut associer une partie du ralentissement de la productivité observée au milieu des années 70 à des réductions de l'investissement dans la R-D. Cependant, comme ces réductions n'expliquent que 15 p. 100 de la baisse, plusieurs autres facteurs doivent entrer en jeu, comme la politique monétaire adoptée en réaction à la flambée des prix du pétrole.

Étant donné que la productivité du Canada continue d'être à la traîne de celle de nombreux autres pays du Groupe des Sept, il se pourrait que le rendement relatif du Canada dans le domaine de la R-D soit la cause de la situation. Le Conference Board du Canada (1994) émet cette opinion et présente les conséquences d'une telle situation pour le Canada dans le rapport d'une enquête récente sur les intentions d'investir dans la R-D. On lit dans ce rapport :

« On doute souvent que le Canada soit prêt pour la « nouvelle économie », notamment à cause de la quantité de ressources qu'il consacre aux travaux de R-D. Comparativement à d'autres pays industrialisés... le niveau des dépenses des entreprises commerciales au titre de la R-D au Canada, niveau qui, exprimé en pourcentage du PIB, est égal

à 0,8 p. 100 en 1991...[est] bien inférieur au niveau observé pour les grandes économies, comme le Japon (2,2 p. 100), les États-Unis (1,9 p. 100), l'Allemagne (1,8 p. 100) et la Suède (1,6 p. 100). »
[Traduction]

Pareillement, selon une étude de l'OCDE (1995), le Canada n'a pas su bien saisir les occasions d'investissement dans les secteurs à forte croissance et la productivité globale du pays en a souffert. Le rapport indique que le mouvement de la production du Canada (et de l'Australie) des industries à faible croissance vers les industries à forte croissance est relativement faible. On y précise que le Canada est l'un des deux seuls pays qui affichent un gain dans le secteur de la fabrication axée sur les technologies intermédiaires et que si, dans de nombreux autres pays, la part de la production des industries de pointe a augmenté considérablement, au Canada, elle n'a virtuellement pas changé. Selon nous, cette tendance pourrait refléter une amélioration de l'avantage relatif dont bénéficie le Canada dans les domaines à technologie intermédiaire. Ou bien, il se pourrait que les gestionnaires canadiens n'évaluent pas correctement les nouvelles technologies. Ce point est examiné plus en détail à la section suivante.

Palda (1993) reconnaît l'importance de l'innovation, mais conseille de ne pas la considérer comme équivalente à la R-D. Selon lui, le concept de la R-D a une portée trop étroite. Il défend de façon convaincante l'idée selon laquelle la mesure de la R-D comme approximation de l'innovation totale peut produire des résultats erronés quand on l'utilise isolément. Plus précisément, il note correctement que la R-D fait partie du processus de gestion de l'investissement et qu'il convient de l'étudier sous cet angle. On examine à la section suivante la part des décisions financières dans les défis que pose l'investissement.

CONCLUSION

MÊME SI ELLES NE CONSTITUENT PAS DES ARGUMENTS ÉCRASANTS, les tendances décrites jusqu'ici donnent à penser qu'il existe un problème d'investissement au Canada. La quantité d'investissement, mesurée par la fraction de la production totale qui est investie, concorde avec les taux observés dans d'autres pays développés. Cependant, il se pourrait que les taux enregistrés récemment ne soient pas suffisants pour soutenir une croissance, même modeste, de la productivité. De surcroît, en ce qui concerne cette dernière, le Canada est à la traîne des autres pays développés. Le niveau relativement faible de l'investissement dans la R-D et certaines données indiquant que l'industrie canadienne n'a pas évolué vers les secteurs des technologies de pointe aussi rapidement que d'autres pays laissent aussi entendre que le niveau d'investissement n'est pas optimal. Or, on a tout lieu de s'inquiéter d'une telle situation si des occasions intéressantes d'investissement ne sont pas saisies à cause d'échecs du marché et de facteurs externes.

DÉFIS À RELEVER EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

LA PRÉSENTE SECTION EST CONSACRÉE À L'EXAMEN de certains domaines dans lesquels il est possible d'améliorer l'investissement. Si certaines difficultés à surmonter sont évidentes, d'autres le sont moins.

INVESTISSEMENT, COMMERCE ET MONDIALISATION

LES DÉFIS LES PLUS IMPORTANTS QU'IL FAUDRA RELEVER au cours des quinze prochaines années résulteront de l'ouverture des marchés à la libéralisation du commerce et de l'accroissement de la mobilité des facteurs de production.

L'effet stimulant du commerce sur l'investissement et, inversement, celui de l'investissement sur le commerce ont fait l'objet d'études et de rapports nombreux. Certains des modèles d'échanges commerciaux⁶ les plus classiques ont pour précepte que le commerce international des biens et celui des investissements sont interchangeable. S'il n'existe ni économie d'échelle ni barrière aux flux de capital et de biens à travers les frontières, le commerce et l'investissement sont des substituts parfaits. Une entreprise peut investir dans son pays d'origine et expédier sa production vers un pays étranger ou bien, investir dans le pays étranger et expédier la production dans son pays d'origine.

Ce concept, ancré de longue date dans la théorie économique, est généralement considéré comme un cas particulier. Récemment, les travaux de Reich (1991) l'ont mis à la mode. Cet auteur déclare :

« Nous sommes en train de vivre une transformation qui mènera à la réorganisation de la politique et de l'économie au siècle prochain. Il n'existera plus de produits nationaux, ni de technologies, de sociétés ou d'industries nationales. Les économies nationales auront disparu. »

[Traduction]

Autrement dit, la mondialisation aura un effet non seulement sur la production, mais aussi sur les décisions d'ordre politique et social. Si l'on s'en tient à cette vision, les implications en ce qui concerne l'investissement sont importantes. L'entreprise « sans attache » ne témoignera d'aucune allégeance nationale et l'investissement visera à créer des conditions favorables à la production à faible coût. En outre, les investissements dans l'infrastructure destinés à améliorer la qualité de vie seront essentiels si l'on veut attirer les travailleurs les plus productifs, ainsi que le capital qu'ils utiliseront durant la production.

Pareille position est contraire à celle de Porter (1991) qui voit un « groupement » des investissements et des entreprises pour profiter des occasions qui se présentent sur les marchés des produits et des avantages de la collaboration. Selon Porter, les gouvernements peuvent promouvoir l'investissement en augmentant la compétition sur les marchés des produits pour aiguillonner la productivité, tout en favorisant le couplage de grappes d'industries⁷.

L'accumulation de capital humain grâce à l'« apprentissage sur le tas » est un exemple concret et important d'économie d'échelle susceptible de résulter de la libéralisation des échanges. On reconnaît depuis un certain temps les avantages de l'apprentissage sur le tas dans une économie fermée. Récemment, Lucas (1993) a appliqué le concept dans le contexte du commerce pour expliquer ce qu'il nomme le « miracle économique » de la Corée. L'idée fondamentale est celle selon laquelle le commerce permet d'affecter la main-d'oeuvre et le capital à de nouveaux procédés de production. Comme il s'agit de nouveaux procédés, le rendement des investissements de capital humain dans l'apprentissage sur le tas est élevé. À son tour, ce rendement élevé entraîne une augmentation du capital humain et de la productivité. Lucas étaye encore davantage cette théorie en comparant la Corée du Sud aux Philippines. Il constate qu'au début des années 60, ces deux pays étaient très similaires en regard de la taille, du revenu, du taux d'activité et du niveau de scolarité, mais que pendant les 28 années suivantes, le revenu par habitant a augmenté de 6,2 p. 100 par an en Corée, alors que le taux moyen de croissance n'a été que de 1,8 p. 100 aux Philippines. Notant que des « miracles » comparables ont eu lieu à Taïwan, à Hong Kong et à Singapour, Lucas soutient qu'une des caractéristiques communes de ces économies « miraculeuses » d'Asie orientale est qu'elles sont devenues de grands exportateurs de biens manufacturés de plus en plus complexes. Cette situation a donné lieu à l'apprentissage sur le tas dans des domaines de pointe, à des taux élevés de rendement du capital humain et à une spirale positive des investissements.

Ce phénomène sera, sans aucun doute, étudié de façon beaucoup plus approfondie dans les années à venir. Il indique que nombre des possibilités d'investissement qui découleront de la libéralisation du commerce auront trait au capital humain. Donc, il est essentiel d'axer la politique du Canada sur le développement de ce capital.

Le défi consiste à assurer que le Canada fasse les investissements d'ordre infrastructurel nécessaires pour maintenir un haut niveau de vie et pour augmenter la rentabilité du capital et du travail. Il se pourrait que le marché ne relève pas tout seul le défi, car l'accroissement de l'infrastructure a l'avantage indirect d'attirer l'investissement, en plus de l'avantage direct qu'il représente pour les Canadiens qui utilisent l'infrastructure. Par exemple, les bénéfices du rehaussement du niveau de scolarité de la main-d'oeuvre ne se limitent pas à rendre l'investissement au Canada plus séduisant, car cette situation a, à son tour, des retombées sur d'autres Canadiens. En outre, les personnes dont le niveau d'instruction augmente bénéficient directement de ce perfectionnement.

RETOMBÉES ET TRANSFERTS DE CONNAISSANCES

UN AUTRE AVANTAGE DE L'INVESTISSEMENT À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE est la diffusion des connaissances. Des transferts de connaissances ont lieu à l'échelon national, à l'intérieur des industries et entre celles-ci, et à l'échelon interna-

tional. On a étudié tous ces transferts et retombées dans le contexte de l'investissement dans la R-D, mais il est raisonnable de penser que des transferts ont également lieu à la suite d'investissements de base.

On considère ordinairement un investissement dans la R-D comme un moyen de diminuer les coûts de production. On reconnaît aussi généralement que les résultats de l'investissement dans la R-D sont difficiles à protéger. La technologie nouvelle qui résulte des travaux de R-D d'une entreprise particulière profite souvent à d'autres entreprises appartenant à la même industrie, à d'autres industries ou à d'autres pays, si bien que l'investisseur privé ne capte pas tous les bénéfices de son investissement dans la R-D. Un écart se creuse donc entre les bénéfices qui reviennent à l'entreprise qui investit (le rendement privé de l'investissement initial fait par l'entreprise en vue de réduire ses coûts) et ceux qui reviennent à l'ensemble des utilisateurs de la technologie (rendement social). Cet écart donne une idée de l'ampleur des retombées de la R-D.

Bernstein (1988) a estimé les retombées intra- et inter-industrielles pour sept industries canadiennes, d'après des données collectées pour la période allant de 1978 à 1981. Selon lui, les retombées sont importantes pour toutes les industries, les plus faibles ayant lieu dans l'industrie des aliments et des boissons et les plus fortes, dans celle des produits chimiques. Puis, grâce à une autre méthode et à des données internationales couvrant une période plus longue (de 1964 à 1986), Bernstein (1996) a étendu ces premiers résultats. Il observe que, au Canada, les taux de rendement social sont de 2,5 à 12 fois plus élevés que les taux de rendement privés. Aux États-Unis, la fourchette s'étend de 3,5 à 10 fois.

Combinés, ces résultats indiquent que les retombées de l'investissement, sur la scène tant nationale qu'internationale, sont très importantes et représentent un avantage direct de l'activité d'investissement. Cependant, comme les bénéfices de l'investissement ne reviennent pas tous à l'entreprise qui investit, les incitations à investir ne sont pas toujours évidentes.

Le défi consiste à faciliter les investissements technologiques dans un contexte mondial. Pour cela, il faudra remplacer les subventions directes par des mécanismes internationaux conçus pour aider les investisseurs à capter une part plus grande des bénéfices totaux de leurs investissements. Ces mécanismes pourraient viser à mieux coordonner et faire respecter les lois qui protègent les brevets et d'autres droits de propriété. Ou bien, ils pourraient avoir pour but de faciliter la collaboration internationale dans les domaines de la recherche fondamentale et de la R-D, de sorte que les réseaux privés soient prêts à protéger les bénéfices de l'investissement.

PROTECTION DE L'ENVIRONNEMENT

LA MONDIALISATION ET L'INTENSIFICATION DU COMMERCE poseront de nouvelles difficultés de gestion de l'environnement. Même si le travail et le capital ne deviennent pas aussi mobiles que le prétend Reich, ils demeureront des facteurs importants qui contribueront à la mobilité grandissante de la scène du travail.

Cette situation aura des répercussions importantes sur les pratiques de protection de l'environnement et sur la capacité du gouvernement à contrôler ces pratiques. Les conséquences éventuelles de la mondialisation sont très diverses et les travaux de recherche effectués jusqu'à présent dans ce domaine ne sont pas suffisamment avancés pour qu'on puisse tirer des conclusions. Olewiler (1992) distingue deux grandes écoles de pensée économique en la matière, à savoir les « optimistes » et les « pessimistes ».

La vision optimiste de la mondialisation est celle selon laquelle l'importance moins grande accordée aux préoccupations nationales dans le processus de prise de décisions, pour faire progressivement place à une perspective mondiale, se traduira par de plus grandes richesses et une plus haute qualité de l'environnement. La notion fondamentale est que la mondialisation mènera à l'augmentation du patrimoine national grâce aux gains provenant du commerce et à la convergence des richesses à l'échelon international. L'examen des indicateurs de productivité présentés à la section précédente donne à penser qu'une convergence importante a déjà eu lieu. Si on suppose que l'augmentation de la qualité de l'environnement est un article de luxe, la croissance du revenu entraînera une demande plus forte d'investissement dans l'environnement à mesure que le monde pourra « se permettre » des niveaux de pollution plus faibles. Par conséquent, les entreprises se feront concurrence pour fabriquer des produits « verts ». De surcroît, les transferts de technologie s'intensifieront, si bien qu'il sera possible d'avoir accès aux technologies les plus récentes. Donc, les pays en voie de développement ne suivront plus le chemin habituel consistant à adopter d'abord des industries polluantes puis à passer à des industries non polluantes. Les transferts de technologie et l'intégration des marchés financiers permettront aux entreprises d'adopter directement des technologies non polluantes.

Les pessimistes, quant à eux, réfutent fondamentalement tous ces points. La divergence de vue tient à des hypothèses différentes quant à l'attitude du consommateur en ce qui a trait à la qualité de l'environnement. Au lieu de voir l'investissement dans l'environnement comme un avantage, à l'instar des optimistes, les pessimistes considèrent la lutte contre la pollution et l'investissement dans l'amélioration de l'environnement comme un coût qu'il faut réduire au minimum. La mondialisation rend plus difficile la mise en application de mesures publiques de protection de l'environnement visant à optimiser les avantages sociaux, car, si on leur impose des normes plus sévères, les entreprises dirigent simplement leurs investissements ailleurs. Dans ce contexte, le manque de restrictions commerciales et la concurrence pour l'investissement entraveront l'élaboration des politiques. Qui plus est, étant donné la mobilité croissante du capital, les efforts en vue de financer les coûts énormes de l'assainissement des régions polluées seront contrecarrés par des fuites de capitaux. Les ressources s'envoleront vers des « paradis » non pollués, où les coûts d'assainissement seront faibles.

TABLEAU 11

INDICATEURS ENVIRONNEMENTAUX

	PIB ^a	CO ₂ ^b	SO ₂ ^c	Déchets ^d municipaux	Intensité ^e énergétique
Canada	15,5	4,8	146,4	632	9,6
Allemagne de l'Ouest	11,3	3,2	21,3	331	4,5
Japon	12,8	2,2	6,8	394	3,3
Espagne	5,0	1,5	N.A.	322	2,2
Royaume-Uni	9,3	2,9	63,1	353	3,7
États-Unis	18,4	5,8	84,0	864	7,8
OCDE	12,2	3,4	48,3	513	4,8
Monde	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	1,6

a \$US de 1989 au prix et au taux de change de 1985.
b CO₂ en tonnes de carbone émises en 1988.
c SO₂ en kilos, moyenne annuelle à la fin des années 80.
d Déchets municipaux en kilos, à la fin des années 80.
e Intensité énergétique en tonnes d'équivalent-pétrole, 1988.

Source : OCDE, 1991, cité dans Olewiler, 1992.

Ni l'une ni l'autre de ces vues extrêmes ne dépeint un tableau exact. Cependant, elles permettent d'illustrer un des défis les plus importants que doit relever le Canada en matière d'investissement. Étant donné le désir de protéger le patrimoine environnemental du pays, comment le Canada peut-il s'assurer que l'investissement soit fait à bon escient, compte tenu des nouvelles répercussions concurrentielles d'un tel investissement? À cet égard, le gouvernement doit jouer un rôle important. Cependant, les renseignements permettant d'orienter le choix des mesures dans ce domaine sont assez limités.

Olewiler (1992) résume certains résultats pertinents, en soulignant qu'il s'agit d'observations préliminaires. Voici ses observations :

- Le lien entre les mesures classiques du bien-être (PIB par habitant, par exemple), l'activité économique associée à la croissance et la pollution n'est pas bien défini. Cependant, l'OCDE⁸ (1991) a rassemblé les estimations ci-après qui donnent à penser qu'il pourrait exister un lien. La comparaison des données par habitant de six pays montre qu'à l'époque, le Canada occupait la deuxième place par ordre décroissant de PIB par habitant, mais affichait les émissions les plus fortes de dioxyde de carbone (CO₂), d'azote, et d'anhydride sulfureux (SO₂), ainsi que l'utilisation la plus forte d'énergie.

- La plupart des pays, y compris le Canada, ne possèdent pas de données chronologiques sur les dépenses de protection de l'environnement comparativement au PIB, mais les données existantes font penser que ces dépenses sont assez faibles. Par exemple, aux États-Unis, les dépenses de lutte contre la pollution ont représenté, en moyenne, 1,7 p. 100 du PIB au cours des 25 dernières années. Ce taux, qui est resté relativement constant, est passé par un maximum de 1,9 p. 100 en 1981 et par un minimum de 1,4 p. 100 en 1972. D'aucuns prétendent que cette situation tient à ce qu'on a réussi à réduire la pollution aux États-Unis, de sorte qu'un investissement plus faible dans la lutte contre la pollution suffit. En revanche, selon une étude effectuée en 1990 par l'Environmental Protection Agency (EPA), les dépenses au titre de la protection de l'environnement augmenteront pour atteindre 2,6 p. 100 du PIB d'ici à l'an 2000.
- L'effet de la politique environnementale sur le lieu et sur le volume de l'investissement n'est pas bien établi. Cependant, comme le fait remarquer Olewiler, la plupart des augmentations envisagées des niveaux actuels de dépenses n'auront vraisemblablement pas une incidence importante sur l'investissement dans la lutte contre la pollution. En outre, si les exigences en matière de protection de l'environnement incitent les industries à s'établir ailleurs, ce sont les industries prétendument « sales » qui risquent le plus de partir, si bien que le coût net de l'investissement perdu diminuera quelque peu. Les résultats de l'étude de Leonard (1988) sur le lien entre la réglementation en matière de protection de l'environnement et le lieu de l'investissement étayent cette hypothèse. Ils indiquent qu'aux États-Unis, cette réglementation influence le choix du lieu d'investissement d'un très petit nombre d'industries seulement. Les industries concernées sont i) les fabricants de produits toxiques, dangereux ou cancérigènes, ii) les transformateurs de cuivre, de zinc et de plomb et iii) les fabricants de produits chimiques organiques.
- D'autres chercheurs ont étudié théoriquement la question ou effectué des simulations et des estimations. Par exemple, Jorgenson et coll. (1993) montrent, à l'aide d'une simulation, que si on décidait de percevoir une taxe de 60 \$ par tonne de dioxyde de carbone produit, les émissions baisseraient de 30 p. 100 d'ici à l'an 2020, la production de charbon, de 50 p. 100, l'extraction de pétrole et de gaz, de 10 p. 100, le stock de capital national, de 2,2 p. 100 et le PNB, de 1,6 p. 100. Bien que l'effet d'un changement aussi grand soit considérable, les modifications effectivement apportées à la politique sont fort peu importantes.

- La réglementation en matière de protection de l'environnement pourrait réduire l'investissement en faisant baisser la productivité, donc le rendement de l'investissement. Comme l'augmentation de la productivité est la raison principale de la décision d'investir, une diminution du rendement pourrait réduire l'investissement, car elle réduit la productivité.

Sur le plan des politiques, le problème qui se pose au Canada est celui de soutenir l'investissement du secteur privé et d'effectuer simultanément certains choix d'ordre social. *Le défi consiste à s'assurer que les coûts de base des entreprises soient concurrentiels, tout en faisant respecter les choix politiques du Canada.* Pour cela, il faudra offrir de nouvelles formes d'encouragement aux entreprises. Par exemple, si l'articulation de la politique exige que les Canadiens excèdent les normes environnementales internationales, il peut être nécessaire de subventionner les entreprises qui subissent le coût qu'occasionne le dépassement de ces normes.

ÉVOLUTION TECHNIQUE

NOUS VIVONS À UNE ÉPOQUE où les activités de la vie quotidienne changent radicalement. Les progrès techniques ont rendu le milieu de travail plus souple et jouent un rôle très important dans l'adoption de nouveaux modes de vie. Ces changements sociaux et économiques posent deux défis importants.

Premièrement, l'économie doit acheminer les ressources vers les nouveaux marchés et les nouvelles possibilités d'investissement. Le développement, la production et la commercialisation doivent être financés dans le secteur privé. Ce financement aura vraisemblablement lieu dans des conditions où l'initiateur possède plus de renseignements que l'investisseur sur la rentabilité du projet, situation que l'on qualifie d'information asymétrique. Il est reconnu que, dans le cas des transactions financières, l'information asymétrique peut mener à des échecs de marché, si des investissements potentiellement rentables ne sont pas financés. Les remèdes à ce problème englobent rarement l'intervention du secteur public, car ce dernier n'a pas souvent l'avantage d'être mieux renseigné. Les entreprises offrant des capitaux de risque et les contrats financiers innovateurs représentent une solution, au moins partielle, du problème. La création d'un secteur financier efficace et concurrentiel est peut-être le moyen le plus important de faciliter ce genre d'investissement.

Deuxièmement, le secteur public doit faire les investissements appropriés dans l'infrastructure. Par exemple, le travail qu'on pourra accomplir à domicile, selon un horaire souple, pourrait nécessiter de plus grands moyens de communication, mais peut être une moins grande expansion du réseau de transport municipal. La formation est un autre domaine qu'il faudra financer davantage, afin que la main-d'oeuvre puisse comprendre et utiliser les nouvelles technologies.

Étant donné l'incertitude considérable quant à l'orientation de la vague technologique actuelle, il est impossible de faire des projections quantitatives exactes des besoins d'investissement du Canada dans ce domaine. Néanmoins, il est indispensable de relever le défi, car les nouveaux investissements auront une incidence énorme sur la productivité et sur le niveau de vie du pays.

MILIEU DÉCISIONNEL

L'ÉTUDE INDIQUE JUSQU'À PRÉSENT que les efforts d'élaboration des politiques doivent viser à offrir des possibilités d'investissement au secteur privé. Donc, en dernière analyse, les avantages que les Canadiens tireront de ces possibilités d'investissement dépendront des décisions prises par les entreprises. À leur tour, ce sont les mécanismes de gouvernement d'entreprises, y compris le rôle du conseil d'administration, la prise de contrôle d'entreprises par offre publique d'achat (OPA) et par course aux procurations, ainsi que le rôle joué par les investisseurs institutionnels et les responsables de la réglementation dans le choix des investissements, qui influenceront le plus les prises de décisions.

On a trop souvent sous-estimé l'incidence du milieu décisionnel sur le rendement global de l'investissement. Il suffit d'examiner les pertes massives d'investissement subies par les établissements financiers durant les années 80 pour comprendre l'importance de la gouvernance et de la réglementation. Malgré les avertissements indiquant que le système d'assurance-dépôts créait des incitations dangereuses à l'investissement, le Canada et les États-Unis ont ignoré en grande partie cet aspect problématique de la réglementation des banques. Il a fallu que se produisent des pertes et des échecs de grande envergure pour qu'on prenne toute une série de mesures réglementaires. Le prix de la leçon est énorme. Les estimations du coût de la crise de l'épargne et de l'emprunt aux États-Unis indiquent que les pertes essuyées par le contribuable seront de l'ordre de grandeur de la dette totale du gouvernement fédéral du Canada. Similairement, au Canada, ces pertes, quoique loin d'être aussi importantes, sont massives.

À l'heure actuelle, en matière de réglementation, le Canada se trouve aussi dans une conjoncture critique en ce qui concerne le gouvernement d'entreprise. Le grand nombre d'échecs et d'excès apparents des chefs d'entreprises obligent à se demander si le coût du système de gouvernance actuel n'est pas trop élevé et s'il n'y aurait pas lieu de mettre en place une nouvelle structure. Étant donné le rôle important des marchés boursiers organisés dans le processus, il n'est pas surprenant que ces marchés, ainsi que les responsables de leur réglementation fassent effectuer partout dans le monde des études détaillées sur le gouvernement d'entreprise. Au Canada, la Bourse de Toronto a formé un comité qui a publié un rapport (1995) intitulé *Where Were The Directors?* (Où étaient les administrateurs). Si certains ont applaudi l'effort, beaucoup ont jugé les recommandations du rapport insuffisantes, compte tenu de l'ampleur du problème.

La présente section donne un bref aperçu de certaines questions qui se posent dans le domaine de la prise de décisions par les entreprises. Il comprend la description des questions fondamentales que soulève le choix des investissements au Canada, ainsi qu'une comparaison des méthodes d'évaluation couramment appliquées au Canada et ailleurs. L'examen semble indiquer que le

faible niveau d'investissement dans des projets risqués à long terme, comme l'investissement dans la R-D, pourrait être dû à l'attitude myope des cadres. Il tient également compte de l'argument voulant que le manque d'investissement dans la R-D au Canada soit le résultat des pressions exercées sur les cadres par les investisseurs à court terme, c'est-à-dire un marché financier impatient. D'aucuns estiment que le marché financier ne tolère pas les investissements à long terme et ne recherche que les profits à court terme. Le présent rapport confirme qu'il n'existe aucune preuve à l'appui de cette affirmation. Certaines questions pressantes d'ordre réglementaire sont également examinées dans cette section.

COMMENT CHOISIT-ON LES INVESTISSEMENTS AU CANADA?

À L'HEURE ACTUELLE, les entreprises appliquent plusieurs méthodes pour évaluer l'investissement en capital⁹. La méthode la plus largement reconnue consiste à fonder le choix des investissements sur la valeur actualisée nette (VAN) d'un projet. La VAN tient compte de la quantité de ressources utilisées et du moment où elles sont utilisées, de la valeur chronologique de l'argent et d'une correction appropriée pour le risque. D'autres méthodes très répandues sont celles du taux de rendement interne (TRI), du délai de récupération et du taux de rendement nominal. Toutes ces méthodes, sauf celles de la VAN, présentent des défauts qui peuvent mener à des choix d'investissement incorrects.

Selon une enquête effectuée en 1991 par Jog et Srivastava (1994), les entreprises canadiennes adoptent des méthodes de budgétisation des investissements multiples. Le questionnaire a été envoyé à 582 entreprises sélectionnées d'après le TSE 300, ainsi qu'à plusieurs grandes entreprises privées sous contrôle étranger. En tout, 133 entreprises ont répondu. Les répondants ont indiqué non seulement qu'ils utilisent plusieurs méthodes de budgétisation des investissements, mais aussi, très souvent, qu'ils appliquent simultanément plus d'une méthode. Parallèlement, l'enquête montre que presque toutes les entreprises utilisent soit la méthode de la VAN, soit celle du TRI pour évaluer leurs plans d'expansion. Environ la moitié des entreprises recourent à la méthode du délai de récupération et un certain nombre continuent d'utiliser le taux de rendement nominal. L'utilisation des deux dernières méthodes est surprenante et alarmante, étant donné qu'elles sont conceptuellement imparfaites et risquent d'aboutir à une mauvaise répartition des ressources, particulièrement dans le cas de la méthode du taux de rendement nominal.

Jog et Srivastava examinent également la méthode du coût de renonciation à une possibilité d'utiliser les fonds et constatent que plus de la moitié des répondants utilisent la méthode du coût moyen pondéré du capital qui fournit une mesure précise dans de nombreux cas. Étonnamment, le quart environ des répondants choisissent le coût de l'endettement pour évaluer le coût du capital de l'entreprise, bien qu'il soit difficile de justifier ce choix. Les entreprises canadiennes mettent plus de temps que leurs homologues américaines à corriger

cette pratique erronée. En effet, une étude similaire effectuée auprès d'entreprises américaines il y a plus de dix ans par Schall et coll. (1978) indique qu'à l'époque, aux États-Unis, seulement 17 p. 100 des répondants utilisaient la méthode du coût de l'endettement.

L'utilisation de plus en plus fréquente des méthodes de la valeur actualisée des rentrées nettes de fonds est certes encourageante, mais rien n'indique qu'on tienne compte des progrès plus récents en matière de budgétisation des investissements. L'application des méthodes types de budgétisation des investissements aux projets risqués à long terme pose deux grands problèmes qui donnent parfois l'impression que le choix des investissements témoigne d'une attitude myope.

Le premier problème tient à ce que les applications types des méthodes d'actualisation des flux ne tiennent pas toujours compte du fait que le risque posé par l'investissement évolue durant le projet. Au lieu de cela, on estime et applique un taux d'actualisation unique à chaque rentrée nette de fonds pendant une période d'investissement qui peut être longue. En raison de l'incertitude de l'investissement, on choisit souvent un taux d'actualisation assez élevé. Or, en général, cette méthode ne permet pas d'évaluer correctement la valeur des investissements risqués à long terme, comme les investissements dans la R-D. Par exemple, on effectue habituellement un premier investissement dans un projet pilote. Les résultats servent à déterminer la viabilité des étapes de développement subséquentes. Les renseignements fournis à chaque étape permettent de redéfinir le risque. Par conséquent, le risque que pose un nouveau projet pourrait être élevé au départ, puis diminuer considérablement une fois qu'on dispose de nouveaux renseignements. En appliquant le taux d'actualisation élevé choisi au départ aux rentrées nettes de fonds à long terme, l'analyste surestime le risque et la correction nécessaire pour tenir compte de ce dernier et, conséquemment, sous-estime la valeur du projet.

Le deuxième problème tient au fait que certains cadres n'arrivent pas à reconnaître les « options réelles » inhérentes à tout projet à long terme et très risqué. Quand une entreprise pénètre sur un nouveau marché ou met au point une nouvelle technologie, elle investit dans l'option de pouvoir profiter de possibilités futures. L'entreprise n'a pas besoin d'investir des fonds supplémentaires futurs pour augmenter sa capacité. Elle a le choix d'abandonner toute capacité de production mise en place si de nouvelles données indiquent que l'investissement ne vaut pas la peine d'être entrepris.

On a montré qu'il existe une corrélation *positive* entre la valeur des options inhérentes à une possibilité d'investissement, d'une part, et le temps qui s'écoule avant qu'il ne soit nécessaire d'effectuer les dépenses d'investissement subséquentes, d'autre part. Aussi, ignorer les options inhérentes à un investissement produit une sous-estimation de la valeur de l'investissement qui est d'autant plus importante que l'investissement est risqué et que son terme est long.

Pour illustrer ce problème, supposons qu'un producteur de gaz naturel canadien fasse une soumission en réponse à l'invitation à développer des

ressources dans un pays d'Asie faite par une autorité contractante¹⁰. L'investissement passera par les étapes suivantes : i) exploration initiale; ii) mise en valeur du gisement; iii) production et iv) distribution. Le projet complet durera 30 ans. La direction décide que, dans le contexte de ses opérations au Canada, le taux de rendement requis de pareils projets est de 20 p. 100. Cependant, les directeurs concluent qu'il est nettement plus risqué d'exploiter une entreprise dans le pays étranger en question; ils craignent, d'une part, que la situation politique soit instable et, d'autre part, que les compétences de l'entreprise ne donnent pas d'aussi bons résultats dans un climat social et politique différent. Par conséquent, ils portent le rendement requis à 30 p. 100.

Les erreurs commises sont fondamentales. Premièrement, le risque socio-politique auquel doit faire face l'entreprise pourrait être éliminé rapidement. Durant la première année, les directeurs pourront déterminer dans quelle mesure leurs compétences sont efficaces dans le nouveau milieu. Donc, s'il faut éventuellement appliquer un taux d'actualisation plus élevé la première année, il n'est pas nécessaire de continuer à le faire les années suivantes. Deuxièmement, la direction ne tient pas compte de l'option qui consiste à abandonner le projet s'il ne peut être exécuté rentablement. Troisièmement, la direction ne tient pas compte de l'option consistant à élargir les opérations. Si l'entreprise peut acquérir les compétences nécessaires pour fonctionner en Asie, elle peut appliquer ces compétences à d'autres pays. En faisant ces erreurs d'évaluation fondamentale, la direction prive non seulement les actionnaires d'une occasion d'investir de façon rentable, mais elle empêche aussi les Canadiens de bénéficier d'une occasion d'investissement en capital humain à forte valeur ajoutée.

LES MARCHÉS FINANCIERS SONT-ILS IMPATIENTS?

LE FAIT QUE LES MARCHÉS FINANCIERS SOIENT INEFFICACES et poussent les chefs d'entreprise à ne voir que le court terme est une autre raison avancée pour expliquer l'incapacité des Canadiens à exploiter les possibilités d'investissement intéressantes. Cette explication se fonde en outre sur l'hypothèse selon laquelle, sur les marchés financiers actuels, nombre d'investisseurs ne sont intéressés que par les gains à court terme. Les courtiers en valeurs mobilières et les administrateurs de fonds dont la subsistance dépend d'évaluations régulières de leur rendement doivent souvent se préoccuper plus des profits tirés des négociations à court terme que des gains en capital et des revenus de dividendes à long terme. D'aucuns soutiennent que de tels investisseurs ne seraient pas disposés à avoir dans leur portefeuille des actions d'entreprises qui font des investissements dans des projets à long délai d'exécution.

Cet argument est en contradiction avec nombre d'éléments de la théorie financière classique et de preuves empiriques. Qu'ils prévoient garder les actions à court ou à long terme, les investisseurs anticipent rationnellement la vente de leurs actions à d'autres investisseurs à la fin de leur horizon d'in-

vestissement. Ils se préoccupent du prix de vente et du fait que celui-ci dépend de la période de conservation future des actions par un investisseur inconnu. Même si on suppose que les actions doivent être vendues à une série d'investisseurs à court terme, le prix de vente dépendra chaque fois de la chaîne anticipée de prix auxquels les actions seront vendues et, dans son ensemble, cette chaîne reflète la valeur à long terme de l'entreprise.

Il existe de nombreuses preuves que le prix de l'action reflète la valeur à long terme de l'entreprise. McConnell et Muscarella (1985) en donnent un exemple quand ils évaluent collectivement les hypothèses que la direction maximise la valeur de l'entreprise et que la valeur de l'entreprise reflète les investissements de capitaux à long terme. Ils analysent 547 annonces d'investissement à long terme faites par 285 sociétés industrielles distinctes. Les résultats empiriques sanctionnent les hypothèses conjointes : le prix du marché de l'action a effectivement augmenté après les annonces.

À cet égard, les marchés financiers canadiens ne semblent pas différer des marchés américains. À l'occasion d'une autre étude des entreprises canadiennes, Johnson et Pazderka (1993) ont cherché à déterminer si le marché accorde une valeur positive aux dépenses au titre de la recherche et du développement. Au moyen de données couvrant la période de 1985 à 1988, ils estiment la corrélation qui existe entre la valeur de marché des capitaux propres, d'une part, et la valeur comptable de ces capitaux, une mesure de la puissance commerciale, les dépenses en R-D et d'autres dépenses en immobilisations, d'autre part. L'analyse tient compte de plusieurs sous-périodes; tous les cas montrent qu'il existe une corrélation significative et positive entre la valeur au marché de l'entreprise et les dépenses en immobilisations.

Ces études et plusieurs autres se concentrent sur la R-D et sur les choix stratégiques d'investissement, et n'accordent aucune importance à l'effet des gains actuels sur la réaction du marché. Les entreprises observées pourraient n'avoir investi dans la R-D que pendant les périodes fastes, quand les gains étaient positifs et que les pressions en vue d'améliorer le rendement à court terme étaient négligeables. À l'occasion d'une étude plus récente, Chan, Martin et Kensinger (1990) abordent directement cette question et, ce faisant, fournissent de nouvelles preuves que les marchés boursiers ne peuvent ordinairement être taxés de myopie.

Ces auteurs examinent les annonces de travaux de R-D au cours d'une période de six ans allant de 1979 à 1985. L'étude est limitée aux entreprises pour lesquelles des données sur le prix de l'action sont disponibles. D'autres contraintes produisent un échantillon final de 95 annonces. Les annonces ne suscitent une réaction du marché que si ce dernier ne connaît pas déjà l'information (les auteurs ont dû commencer par décider quels renseignements étaient ou n'étaient pas nouveaux). Les auteurs ont considéré, de façon prudente, qu'une annonce faisant état d'une modification des dépenses au titre de la R-D par rapport à l'année précédente entrait dans la classe des nouveaux renseignements. Comme le marché s'attend vraisemblablement à une certaine augmen-

tation générale des dépenses en R-D, cette classification aurait plutôt tendance à réduire la réaction estimée du marché aux renseignements sur la R-D.

Les résultats empiriques obtenus par Chan, Martin et Kensinger sont assez frappants. Ils indiquent un rendement anormal de 0,85 p. 100, statistiquement significatif et assez important d'un point de vue économique, le jour de l'annonce. De surcroît, ce rendement est suivi, après l'annonce, par un rendement de 0,53 p. 100 qui, de nouveau, est statistiquement significatif.

Pour déterminer quelle est l'incidence des gains actuels sur la réaction du marché, Chan, Martin et Kensinger ont divisé l'échantillon en un groupe comprenant les entreprises (62) qui ont annoncé une augmentation de leurs profits au cours du trimestre durant lequel l'annonce des travaux de R-D était faite et en un groupe d'entreprises (33) qui ont annoncé une diminution de leurs profits. Pour les deux groupes, l'estimation du rendement anormal pendant deux jours était positive et statistiquement significative. En outre, bien que l'estimation soit égale à 1,54 p. 100 pour le groupe ayant annoncé une augmentation de profits et à 1,01 p. 100 pour celui ayant annoncé une diminution, les auteurs n'ont pu rejeter statistiquement l'hypothèse selon laquelle l'effet de l'annonce est le même pour les deux échantillons.

Ordinairement, les investisseurs réagissent positivement à l'annonce de travaux de R-D. Toutefois, dans certains cas, la réaction du marché est négative. L'étude de Chan, Martin et Kensinger apporte certains éclaircissements à cet égard. Selon ces auteurs, les annonces faites par les entreprises des secteurs techniquement peu spécialisés produisent un rendement négatif, dont le caractère anormal est faiblement significatif, tandis que les annonces des entreprises du secteur des technologies de pointe produisent des rendements positifs significatifs. Il n'y a aucune raison de supposer que la R-D n'a aucune valeur dans le secteur des technologies peu avancées; cependant, la probabilité que les travaux soient fructueux dans ce cas est plus faible et il se pourrait que le marché réagisse en conséquence.

Chan, Martin et Kensinger montrent aussi la relation qui existe entre l'effet de l'annonce et i) l'intensité des activités de R-D de l'entreprise comparativement à la norme pour l'industrie, ii) le niveau technologique de l'industrie, iii) l'augmentation des activités de R-D comparativement au chiffre de vente de l'entreprise, iv) la concentration de l'industrie et v) une annonce de la puissance marchande de l'entreprise. La seule variable significative qui pourrait avoir une incidence sur une annonce est celle correspondant au ratio entre l'intensité des activités de R-D de l'entreprise et la norme pour l'industrie, et ce, uniquement si l'entreprise appartient au secteur des technologies de pointe.

En résumé, les données empiriques donnent à penser que le marché effectue ordinairement les évaluations patiemment, car le cours des actions en bourse reflète les décisions à long terme. Comme on l'a montré, le marché répond de façon générale à l'annonce de plans stratégiques à long terme et de façon plus précise à des décisions concernant la R-D. De surcroît, la réponse est généralement positive et significative, mais le marché semble faire la distinc-

tion entre les investissements dans la R-D faits par diverses industries. La réponse positive pourrait se limiter aux entreprises du secteur des technologies de pointe. On a même observé une réponse positive dans le cas d'entreprises qui déclarent des pertes d'exploitation au cours de la période durant laquelle l'annonce des travaux de R-D est faite. Ces résultats indiquent que les chefs d'entreprise n'abandonnent pas les investissements à long terme dans la R-D afin de rehausser les bénéfices à court terme.

Une autre question préoccupante est celle de savoir si les efforts déployés en vue d'éviter les perturbations coûteuses causées par la focalisation du marché de la prise de contrôle d'entreprise sur le court terme ne risquent pas de causer une attitude myope chez les chefs d'entreprise. À titre d'exemple, supposons que les directeurs d'une entreprise en savent plus que le marché sur la valeur de cette entreprise et sur ses options d'investissement¹¹. L'asymétrie informationnelle est plus prononcée dans le cas des projets à long terme que dans celui des projets à court terme. Par conséquent, les directeurs qui ont la possibilité d'adopter des projets à long terme intéressants mais qui doivent répondre à la menace d'une offre publique d'achat réagiront en passant à des projets à court terme auxquels le marché est mieux en mesure d'attribuer une valeur et de répondre. Les coûts social et privé d'une décision de ce genre se traduisent par la perte de possibilités intéressantes d'investissement à long terme. C'est à cet égard que l'action gouvernementale peut avoir de l'importance. Il est, en effet, possible d'augmenter la valeur de l'entreprise grâce à des politiques qui protègent les directeurs contre les menaces de prise de contrôle.

La réaction du marché boursier à l'adoption de mesures protectionnistes consistant à modifier les dispositions anti-OPA est mitigée. Linn et McConnell (1983) observent des rendements positifs anormaux, tandis que DeAngelo et Rice (1983), ainsi que Jarrell et Poulsen (1987), constatent des rendements non significatifs. Donc, il n'est pas prouvé que le renforcement de la protection de la direction augmente la valeur d'une entreprise. Le cas échéant, il est difficile de savoir si l'augmentation de la valeur est due à l'attente de meilleurs choix d'investissement ou à celle du renforcement du pouvoir de négociation des directeurs de l'entreprise.

Meulbroek et coll. (1990) examinent cette situation plus en détail en tenant compte du niveau d'investissement dans la R-D choisi par les entreprises avant et après l'adoption de dispositions anti-OPA. Ils fondent leur étude sur un échantillon de 554 modifications proposées à la charte anti-OPA entre 1979 et 1985. Après exclusion des entreprises qui n'ont déclaré aucune dépense en R-D durant la période de référence, les auteurs ont retenu un total de 203 propositions dont 179 ont été adoptées au cours des trois dernières années de la période de référence.

Les auteurs examinent le ratio des dépenses en R-D aux ventes et observent l'évolution du ratio pendant trois périodes entourant la date d'adoption de la modification. Les périodes considérées sont (-1,1), qui représente la période débutant un an avant la modification et s'étendant jusqu'à un an après l'adop-

tion de la modification, (-1,2) et (-1,3). Ils notent qu'aucun changement estimé ne diffère statistiquement de zéro. Puis, ils corrigent les chiffres afin de tenir compte de l'évolution générale des dépenses en R-D durant la période en question en soustrayant le taux de croissance du ratio R-D/ventes pour toutes les entreprises couvertes par la base de données Compustat. Ici, une variation négative significative des dépenses en R-D est mentionnée pour toutes les périodes : comparativement au marché, les dépenses en R-D ont baissé de 15 p. 100 durant la période (-1,1), de 25 p. 100 durant la période (-1,2) et de 36 p. 100 durant la période (-1,3). Étonnamment, une meilleure protection contre les prises de contrôle mène à des dépenses moins grandes au titre de la R-D.

Les auteurs supposent que les dépenses au titre de la R-D diminuent à cause du risque d'offre publique d'achat, malgré les modifications des dispositions de protection. En fait, 52 des 203 entreprises étudiées ont fait subséquemment l'objet d'une tentative de fusion, réussie ou soldée par un échec, ou d'une offre publique d'achat. Les auteurs présentent aussi des résultats comparables pour un sous-échantillon d'entreprises qui ne sont pas subséquemment l'objet d'une tentative de prise de contrôle. Donc, il semble que réduire la menace d'une offre publique d'achat ne mène pas à l'intensification des activités de R-D.

Une prise de contrôle ou une restructuration effective est une autre cause éventuelle de comportement focalisé sur le court terme. Ici, les cadres craignent qu'à cause du haut niveau d'endettement dû à une offre publique d'achat ou à d'autres raisons, l'entreprise ne peut pas se permettre d'investir dans des projets de R-D intéressants, parce qu'elle diminuerait ainsi sa capacité de servir la dette à court terme. Lors d'une étude approfondie de la question, Hall (1990) examine les données annuelles collectées auprès d'un panel de 2 500 entreprises manufacturières. Les données couvrent la période allant de 1959 à 1987 et fournissent des renseignements sur les dépenses au titre de la R-D et d'autres caractéristiques des entreprises. L'étude vise à déterminer l'effet i) des prises de contrôle par emprunt, ii) des fusions et des acquisitions et iii) des augmentations de l'endettement sans changement de propriété sur les dépenses au titre de la R-D.

Comme le fait remarquer Hall, bien qu'on ait accordé beaucoup d'attention aux prises de contrôle par emprunt, celles-ci ne représentent qu'une proportion assez faible de l'activité totale. En effet, des 780 acquisitions recensées parmi les entreprises étudiées, 76 seulement peuvent être considérées comme des prises de contrôle par emprunt. Dans le cas d'une telle prise de contrôle, l'entreprise devient une société fermée appartenant à un groupe qui recourt à grande échelle au financement par emprunt pour faciliter l'acquisition. Comme on l'a fait remarquer, on pense que le degré d'endettement résultant mène à la réduction des dépenses au titre de la R-D.

Cependant, Hall renverse cette hypothèse en professant que, pour cette raison précise, les entreprises qui accordent une grande importance à l'investissement dans la R-D ne seront pas sujettes à une prise de contrôle par

emprunt. En fait, des 76 prises de contrôle par emprunt examinées, six seulement ont eu lieu dans des industries qui paraissent investir des sommes importantes (c.-à-d. plus de 3,5 p. 100 du chiffre de vente) dans la R-D. Le fait que les entreprises victimes d'une prise de contrôle par emprunt n'étaient à l'origine que de 1 p. 100 des activités globales de R-D en 1982 est un exemple supplémentaire du peu d'importance des prises de contrôle par emprunt en ce qui concerne les dépenses en R-D. L'investissement dans la R-D après une prise de contrôle par emprunt est difficile à évaluer, car les entreprises fermées ne sont pas obligées de produire les mêmes états financiers que les autres. Quel que soit l'effet, il est peu probable que les prises de contrôle par emprunt aient une incidence importante sur le rendement global de la R-D.

Hall examine aussi l'intensité des activités de R-D (R-D/ventes) des 336 entreprises ayant participé à des acquisitions durant la période. Elle effectue une analyse par régression pour déterminer si les entreprises qui ont procédé à des acquisitions modifient l'intensité de leurs activités de R-D comparativement à d'autres entreprises appartenant à la même industrie. Elle effectue d'abord l'analyse pour l'ensemble des acquisitions, puis, séparément, pour le groupe d'entreprises qui n'ont déclaré aucune activité de R-D durant la période. Les résultats indiquent que l'intensité de la R-D diminue. Bien que l'effet estimé ne soit pas statistiquement significatif pour l'échantillon complet, il l'est pour les entreprises qui ont déclaré des activités de R-D. Les entreprises faisant de la R-D qui acquièrent d'autres entreprises réduisent l'intensité de leurs activités de R-D comparativement à l'intensité moyenne enregistrée pour leur industrie. Cette situation reflète sans aucun doute des économies d'échelle au chapitre des activités de R-D, comme la suppression des activités en double et une meilleure coordination des travaux et des services de soutien. Ces économies d'échelle pourraient en fait fournir la synergie qui motive l'offre publique d'achat au départ. Elles sont aussi partiellement la raison pour laquelle la formation de groupes et de coalitions de recherche est sanctionnée à la section précédente.

Enfin, Hall examine l'effet de l'endettement sur l'intensité des activités de R-D. Parmi les entreprises qu'elle étudie, elle en repère 177 en tout qui ont entrepris une restructuration financée par emprunt. Sont classées dans cette catégorie les entreprises qui ont augmenté leur passif à long terme de plus de 75 p. 100 de leur valeur de marché au début de l'année. Cette analyse est comparable à celle effectuée dans le cas des acquisitions. Les résultats indiquent que les restructurations financées par emprunt entraînent une réduction significative de l'intensité de la R-D comparativement à la norme pour l'industrie. De surcroît, Hall exécute des régressions distinctes pour tenir compte des acquisitions. Elle constate que tout effet des acquisitions sur les activités de R-D est essentiellement dû à l'augmentation de l'endettement qui accompagne l'acquisition.

Selon ces études, les acquisitions et les augmentations de l'endettement entraînent les unes et les autres une réduction de l'intensité de la R-D. Cependant, la menace d'une offre publique d'achat ne semble pas avoir une

incidence significative sur ces activités. Que cela signifie-t-il en ce qui concerne la décision d'investir ou non dans la R-D? Malheureusement, les études susmentionnées ne font état que de corrélations et ne déterminent pas les relations de cause à effet. Il se pourrait qu'un plus grand endettement oblige les chefs d'entreprise à réduire l'investissement dans des projets de R-D valables. Cependant, si le marché financier n'est pas myope, pourquoi les chefs d'entreprise augmenteraient-ils volontairement le degré d'endettement alors que ce dernier mène à une activité qui réduit la valeur de l'entreprise? Une autre explication de cette corrélation serait que, à cause de l'asymétrie de l'information, les directeurs des entreprises qui ont la possibilité d'investir dans des projets de R-D ne recourent pas à l'emprunt, préférant financer les activités grâce à des fonds générés à l'interne, tandis que les directeurs des entreprises qui ont épuisé toutes les possibilités valables d'investir dans la R-D peuvent émettre des titres d'emprunt et le font pour bénéficier des avantages fiscaux de l'endettement.

RÈGLEMENTATION

LES RÈGLEMENTS IMPOSÉS AUX MARCHÉS FINANCIERS ont aussi une incidence importante sur l'investissement. La réglementation des banques est peut-être l'exemple le plus important. Les prêts bancaires représentent une voie importante d'acheminement de l'épargne vers l'investissement. Les règlements qui ont une incidence sur la politique bancaire auront aussi une incidence sur le choix des investissements. Deux faits nouveaux importants survenus ces quinze dernières années, à savoir i) la concurrence dans le secteur bancaire et ii) la réglementation de l'assurance-dépôts, continueront de jouer un rôle important dans l'avenir.

Avant le remaniement de 1981 de la *Loi sur les banques*, la concurrence entre les banques était fortement restreinte. En revanche, depuis le remaniement, les banques étrangères et les établissements financiers autres que les banques ont obtenu l'accès aux marchés bancaires traditionnels. Parallèlement, les banques canadiennes sont en train d'obtenir l'accès à de nouveaux marchés, comme celui des services de banque d'affaires. Enfin, les banques canadiennes sont en train de faire une percée sur le marché international et la pénétration du marché canadien par les banques internationales augmente. La concurrence accrue sur le marché des produits devrait mener les banques à prendre de meilleures décisions en matière d'investissement. Cependant, les plus grandes banques du Canada sont assujetties à des contraintes touchant la concentration de la propriété qui diminue l'efficacité du marché de la prise de contrôle d'entreprise.

La réglementation du secteur bancaire a eu des répercussions considérables sur le choix des investissements et continuera d'en avoir. Le régime d'assurance-dépôts penche du côté des établissements posant plus de risques, donc produit des investissements très risqués dont la valeur est souvent faible.

Les règlements ont également une incidence sur le gouvernement d'entreprise et sur le marché de la prise de contrôle. Le présent rapport a pour précepte fondamental qu'un marché financier bien rôdé fonctionnerait à un niveau optimal d'investissement. Ce précepte se fonde sur l'hypothèse selon laquelle les directeurs agissent pour le plus grand bien des actionnaires et, conséquemment, recherchent énergiquement les projets d'investissement intéressants. Le gouvernement d'entreprise, qui englobe le conseil d'administration et les actionnaires actifs, est le mécanisme qui maintient l'alignement des récompenses de la direction sur le bien-être des actionnaires. Les obstacles au bon fonctionnement du marché mettront les directeurs à l'abri des mesures disciplinaires et permettront l'adoption de pratiques inefficaces. Un de ces obstacles est la limite maximale visant la possession d'actions imposée par la loi dans le secteur bancaire et dans d'autres secteurs de l'économie. Les lois anti-OPA atténuent aussi les pressions disciplinaires qui s'exercent sur la direction. *Le défi consiste à examiner régulièrement les obstacles au gouvernement d'entreprise, de façon à obliger les directeurs à faire preuve d'une plus grande discipline financière.*

DÉFIS À VENIR

LA PRÉSENTE ÉTUDE A PERMIS DE CERNER PLUSIEURS DÉFIS que les Canadiens devront relever à moyen terme en matière d'investissement. Ces défis sont résumés plus bas. Toutefois, il se dégage aussi de l'analyse un message plus général. L'ouverture de l'économie canadienne, l'accroissement de la mobilité des facteurs de production et la rapidité des progrès techniques signifient que des investissements importants seront nécessaires au cours des dix à quinze prochaines années. Compte tenu de la mondialisation et de l'intégration des marchés financiers, les fonds consacrés à l'investissement seront tirés d'une réserve « mondiale » plus importante que cela n'était le cas dans le passé. Par conséquent, la capacité qu'auront les Canadiens de tirer parti des possibilités d'investissement dépendra de la capacité qu'auront les chefs d'entreprise de reconnaître et d'exploiter ces possibilités. Elle dépendra aussi des politiques qui facilitent l'investissement. Ces politiques ne devraient pas inclure la participation directe du gouvernement aux mesures visant à encourager l'investissement ni compromettre le mode de vie auquel aspirent les Canadiens. Atteindre cet équilibre difficile à maintenir sera peut-être le défi le plus important qu'il faudra relever.

Suit un résumé des autres défis à venir :

- Les tendances démographiques indiquent que, à long terme, le Canada devra au moins maintenir, mais, de préférence, augmenter la part de la production consacrée à l'investissement afin d'atteindre un niveau ne fut-ce que modeste de croissance de la productivité. À l'échelle régionale, la migration vers la Colombie-Britannique et vers l'Ontario en provenance des autres régions nécessitera une répartition supplémentaire et différente des investissements. Si le secteur privé doit s'adapter à ces mouvements grâce à des déplacements des marchés, le secteur public doit également modifier la répartition des fonds affectés à l'infrastructure et aux services sociaux.
- La mondialisation sera un des défis les plus importants qui se poseront à moyen terme. Durant cette période, la gestion des conditions d'investissement sera essentielle, compte tenu de la mobilité accrue des facteurs – tant de la main-d'oeuvre que du capital. Les conséquences de la mobilité des facteurs ne sont pas claires à ce stade. D'aucuns pensent que le simple fait d'empêcher les coûts de production d'augmenter et d'investir dans l'infrastructure qui améliore la qualité de la vie favorisera l'investissement. D'autres estiment qu'il est nécessaire de créer un environnement concurrentiel qui permettra aux entreprises de former des groupes mutuellement avantageux. Quelle que soit la politique adoptée, il est manifeste que le commerce rehausse les possibilités d'investissement et d'augmentation de la productivité.

- Les préoccupations environnementales et leur incidence sur le choix des investissements posent aussi un défi important aux secteurs public et privé. À l'heure actuelle, on consacre une fraction assez faible de la production à la protection et à l'amélioration de l'environnement. Il est difficile de dire si ce type d'investissement augmentera à la suite de la mondialisation. Cependant, les données existantes laissent entendre que la politique actuelle de l'environnement n'a pas eu de répercussions importantes sur le lieu et sur le montant des investissements. En revanche, les simulations de modifications plus prononcées de la politique donnent à penser que celle-ci pourrait avoir une incidence importante sur l'investissement et les revenus. Il faudra poursuivre les travaux afin de préciser si des décisions politiques plus importantes quant à la protection de l'environnement auront une forte incidence sur l'investissement.
- L'investissement produit certaines retombées que ne peut capter l'investisseur. Cet « effet externe » aboutit parfois à une diminution de l'investissement et de la valeur sociale totale qui pourrait découler d'une telle activité. Les mesures visant à permettre aux investisseurs de s'appropriier les produits de l'investissement sont donc souhaitables, particulièrement dans les secteurs de l'économie engagés dans des activités d'échanges que l'on sait donner lieu à d'importantes retombées internationales.
- La productivité de l'économie canadienne ne s'est pas améliorée dans la même mesure que celle des autres pays de l'OCDE. Cette situation pourrait être due à la lenteur avec laquelle les entreprises saisissent les occasions d'investissement dans le secteur des technologies de pointe. Le niveau significativement plus faible des dépenses au titre de la R-D au Canada pourrait être une autre raison. Par le passé, on a cherché à résoudre ces problèmes grâce à des mesures publiques d'encouragement. Cette stratégie, qui ne semble pas avoir donné de bons résultats à l'époque, est encore moins susceptible de fonctionner aujourd'hui, à cause de l'intégration plus prononcée des marchés.
- Les pratiques de gestion relevées au Canada semblent indiquer que la prise de décisions est indûment axée sur le court terme. Rien ne dit que cette myopie est due aux imperfections du marché financier ou aux menaces d'offre publique d'achat. Il semble que la concurrence sur le marché de la prise de contrôle d'entreprise pourrait fournir les incitations nécessaires pour améliorer les pratiques de gestion.

NOTES

- 1 Bien que le PIB soit une mesure très répandue du revenu, il inclut l'investissement brut, donc surestime le revenu net d'une valeur correspondant à l'amortissement, c'est-à-dire la quantité de stock de capital utilisée pour atteindre le niveau de production en question.
- 2 Les chiffres du tableau 2 ne sont pas directement comparables à ceux du tableau 1, car, pour faciliter les comparaisons entre pays, il a fallu exprimer toutes les données du tableau 2 d'après des points de référence communs.
- 3 Ces chiffres correspondent aux projections de Statistique Canada fondées sur un scénario de croissance moyenne de la population. Statistique Canada considère aussi les scénarios de faible et de forte croissance selon lesquels, en 2011, la population du Canada se chiffrerait à 33 et à 37 millions, respectivement.
- 4 Certains aspects de l'investissement dans l'infrastructure et dans l'amélioration de l'environnement sont examinés à la section suivante.
- 5 En particulier, les règlements qui ont un effet sur le gouvernement d'entreprise et sur la concurrence sur les marchés des produits.
- 6 Consulter, par exemple, Melvin (1996).
- 7 Pour une analyse excellente de Porter, de Reich et de travaux effectués par Thurow (1992), consultez Harris et Watson (1992). À la section suivante, on examine comment le regroupement facilite l'internalisation des effets externes associés aux progrès techniques.
- 8 On trouvera des renseignements supplémentaires et un exposé des mesures fournies dans Olewiler (1992).
- 9 Cette sous-section s'inspire de l'article intitulé « Patient Capital? R&D Investment in Canada » publié par l'auteur (1995).
- 10 Cet exemple, quoique fictif, se fonde sur une possibilité d'investissement réelle qu'une société canadienne a choisi de ne pas poursuivre.
- 11 Cet exemple s'inspire de Stein (1990).

BIBLIOGRAPHIE

- Bernstein, J. I., « Le coût de production et les effets intra- et inter-industriels de débordement de la R-D : résultats canadiens », *Revue canadienne d'économique*, vol. 21, 1988, p. 324-347.
- _____, « Trade and Investment with Constant and Increasing Returns to Scale », *Revue canadienne d'économique*, 1996, p. S463-S467.
- Canada West Foundation, *Canada 2000*, Canada West Foundation, 1992.
- Chan, Su Han, John D. Martin et John W. Kensinger, « Corporate Research and Development Expenditures and Share Value », *Journal of Financial Economics*, 1990, p. 255-276.
- Copeland, Thomas et J. Fred Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley Publishing Company, 1988.
- Crane, David, *The Next Canadian Century*, Stoddart Publishing Company, 1992.
- DeAngelo, Harry et Edward M. Rice, « Anti-Takeover Charter Amendments and Stockholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, 1983, p. 329-359.
- De Long, J. Bradford et Lawrence H. Summers, « Equipment Investment and Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, 1991, p. 445-502.
- Denison, E., *Trends in American Economic Growth*, Brookings Institution, 1985.
- Fischer, Stanley, « Symposium on the Slowdown in Productivity Growth », *Journal of Economic Perspectives*, 1988, p. 3-7.
- Giammarino, Ronald M., « Patient Capital? R&D Investment in Canada », dans *Corporate Decision Making in Canada*, publié sous la direction de Ronald J. Daniels et Randall Morck, University of Calgary Press, 1995.
- Giammarino, Ronald M. et Robert L. Heinkel, « A Model of Dynamic Takeover Behaviour », *Journal of Finance*, 1986, p. 465-480.
- Griliches, Zvi, « Productivity Puzzle », *Journal of Economic Perspectives*, 1988, p. 3-7.
- Hall, Bronwyn H., « The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and Development », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990, p. 85-135.
- Harris, Richard G. et William G. Watson, « Three Visions of Competitiveness: Porter Reich and Thurow on Economic Growth and Policy », dans *Productivity, Growth and Canada's International Competitiveness*, publié sous la direction de Tomas J. Courchene et Douglas D. Purvis, collection Bell Canada Papers on Economic and Public Policy, 1992.
- Hirschey, Mark, « Intangible Capital Aspects of Advertising and R&D Expenditures », *Journal of Industrial Economics*, 1982, p. 375-390.
- Jarrell, Gregg A. et Annette B. Poulsen, « Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Anti-Takeover Amendments since 1980 », *Journal of Financial Economics*, 1987, p. 127-168.
- Jog, Vijay M. et Ashwani K. Srivastava, « Corporate Financial Decision Making in Canada », *Revue canadienne des sciences de l'administration*, 1994, p. 156-176.
- Johnson, Lewis D. et Bohumir Pazderka, « Firm Value and Investment in R&D », *Managerial Decision Economics*, 1993, p. 15-24.
- Jorgenson, D. W. et P. J. Wilcoxon, « Energy, the Environment, and Economic Growth », dans *Handbook of Resource and Energy Economics*, publié sous la direction de A. V. Kneese et J. L. Sweeney, North Holland Press, vol. 3, 1993.
- Leonard, H. J., *Pollution and the Struggle for the World of Product*, Cambridge University Press, 1988.

- Linn, Scott C. et John J. McConnell, « An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, 1983, p. 361-399.
- Lucas, Robert E. Jr., « Making a Miracle », *Econometrica*, 1993, p. 251-272.
- Maddison, Angus, « Long-Run Dynamics and Productivity Growth », *Banco Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 1979.
- McConnell, John J. et Chris J. Muscarella, « Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm », *Journal of Financial Economics*, 1985, p. 399-422.
- Melvin, James R., « Trade and Investment with Constant and Increasing Returns to Scale », *Revue canadienne d'économie*, 1996, p. S361-S365.
- Meulbroek, Lisa K. et coll., « Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test », *Journal of Political Economy*, 1990, p. 1108-1117.
- OCDE, *L'état de l'environnement*, Organisation de coopération et de développement économiques, 1991.
- _____, *Études économiques : Canada*, Organisation de coopération et de développement économiques, 1995.
- Olewiler, Nancy, « Environmental Quality and Policy in a Global Economy », dans *Productivity, Growth and Canada's International Competitiveness*, publié sous la direction de Tomas J. Courchene et Douglas D. Purvis, collection Bell Canada Papers on Economic and Public Policy, 1992.
- Pakes, Ariel, « On Patents, R&D, and the Stock Market Rate of Return », *Journal of Political Economy*, 1985, p. 390-409.
- Palda, Kristian, *Innovation Policy and Canada's Competitiveness*, The Fraser Institute, 1993.
- Porter, M. E. et Monitor Company, *Le Canada à la croisée des chemins : les nouvelles réalités concurrentielles*, Conseil canadien des chefs d'entreprise et Approvisionnement et Services Canada, 1991.
- Reich, R. B., *The Work of Nations: Preparing Ourselves for the 21st Century Capitalism*, Alfred A. Knopf, 1991.
- Schall, L. D. K., G. L. Sundem et W. R. Geijsbeek, « Survey and Analysis of Capital Budgeting Methods », *Journal of Finance*, 1978, p. 281-287.
- Sinclair, W., « Controlling Effluent Discharges from Canadian Pulp and Paper Manufacturers », *Analyse de politiques*, 1991, p. 86-105.
- Slater, David et coll., *The Contribution of Investment and Savings to Productivity and Economic Growth in Canada*, Investissement Canada, Document de travail n° 10, 1992.
- Squires, Robert J., « R&D Outlook 1995 », Conférence Board du Canada, 1994.
- Statistique Canada, *Projections démographiques pour le Canada, les provinces et les territoires, 1993-2016*, publication no 91-520 au Catalogue, hors série, 1995.
- Stein, Jeremy C., « Takeovers and Managerial Myopia », *Journal of Political Economy*, 1988, p. 61-80.
- Taylor, Peter Shawn, « Melancholy Babies », *Saturday Night*, mai 1996, p. 23-28.
- Thurow, L. C., *Head to Head: The Coming Economic Battle Among Japan, Europe and America*, William Morrow & Co., 1992.
- Tobin, James, « Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism », *Southern Economic Journal*, 1987, p. 421-431.
- TSE Committee on Corporate Governance, *Where Were the Directors: Corporate Governance and the TSE*, Toronto Stock Exchange, 1995.
- Woolridge, Randall, « Competitive Decline and Corporate Restructurings: Is a Myopic Stock Market to Blame? », *Journal of Applied Corporate Finance*, 1988, p. 26-36.

Publications de recherche d'Industrie Canada

COLLECTION DOCUMENTS DE TRAVAIL

- N° 1 **L'intégration économique de l'Amérique du Nord : les tendances de l'investissement étranger direct et les 1 000 entreprises les plus grandes**, Industrie Canada, personnel de la Direction de l'analyse de la politique micro-économique, notamment John Knubley, Marc Legault et P. Someshwar Rao, 1994.
- N° 2 **Les multinationales canadiennes : analyse de leurs activités et résultats**, Industrie Canada, personnel de la Direction de l'analyse de la politique micro-économique, notamment P. Someshwar Rao, Marc Legault et Ashfaq Ahmad, 1994.
- N° 3 **Débordements transfrontaliers de R-D entre les industries du Canada et des États-Unis**, Jeffrey I. Bernstein, Université Carleton et National Bureau of Economic Research, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1994.
- N° 4 **L'impact économique des activités de fusion et d'acquisition sur les entreprises**, Gilles Mcdougall, Direction de l'analyse de la politique micro-économique, Industrie Canada, 1995.
- N° 5 **La transition de l'université au monde du travail : analyse du cheminement de diplômés récents**, Ross Finnie, École d'administration publique, Université Carleton et Statistique Canada, 1995.
- N° 6 **La mesure du coût d'observation lié aux dépenses fiscales : les stimulants à la recherche-développement**, Sally Gunz, Université de Waterloo, Alan Macnaughton, Université de Waterloo, et Karen Wensley, Ernst & Young, Toronto, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1996.
- N° 7 **Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord**, P. Someshwar Rao et Clifton R. Lee-Sing, Direction de l'analyse de la politique micro-économique, Industrie Canada, 1996.
- N° 8 **L'investissement étranger direct et l'intégration économique de la zone APEC**, Ashfaq Ahmad, P. Someshwar Rao et Colleen Barnes, Direction de l'analyse de la politique micro-économique, Industrie Canada, 1996.
- N° 9 **Les stratégies de mandat mondial des filiales canadiennes**, Julian Birkinshaw, Institute of International Business, Stockholm School of Economics, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1996.
- N° 10 **R-D et croissance de la productivité dans le secteur manufacturier et l'industrie du matériel de communications au Canada**, Jeffrey I. Bernstein, Université Carleton et National Bureau of Economic Research, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1996.

- N° 11 **Évolution à long terme de la convergence régionale au Canada**, Serge Coulombe, Département de sciences économiques, Université d'Ottawa, et Frank C. Lee, Industrie Canada, 1996.
- N° 12 **Les répercussions de la technologie et des importations sur l'emploi et les salaires au Canada**, Frank C. Lee, Industrie Canada, 1996.
- N° 13 **La formation d'alliances stratégiques dans les industries canadiennes : une analyse microéconomique**, Sunder Magun, Applied International Economics, 1996.
- N° 14 **Performance de l'emploi dans l'économie du savoir**, Surendra Gera, Industrie Canada, et Philippe Massé, Développement des ressources humaines Canada, 1997.
- N° 15 **L'économie du savoir et l'évolution de la production industrielle**, Surendra Gera, Industrie Canada, et Kurt Mang, ministère des Finances, 1997.
- N° 16 **Stratégies commerciales des PME et des grandes entreprises au Canada**, Gilles Mcdougall et David Swimmer, Direction de l'analyse de la politique micro-économique, Industrie Canada, 1997.
- N° 17 **Incidence sur l'économie mondiale des réformes en matière d'investissement étranger et de commerce mises en oeuvre en Chine**, Winnie Lam, Direction de l'analyse de la politique micro-économique, Industrie Canada, 1997.
- N° 18 **Les disparités régionales au Canada : diagnostic, tendances et leçons pour la politique économique**, Serge Coulombe, Département de sciences économiques, Université d'Ottawa, 1997.
- N° 19 **Retombées de la R-D entre industries et en provenance des États-Unis, production industrielle et croissance de la productivité au Canada**, Jeffrey I. Bernstein, Université Carleton et National Bureau of Economic Research, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.
- N° 20 **Technologie de l'information et croissance de la productivité du travail : analyse empirique de la situation au Canada et aux États-Unis**, Surendra Gera, Wulong Gu et Frank C. Lee, Direction de l'analyse de la politique micro-économique, Industrie Canada, 1998.
- N° 21 **Progrès technique incorporé au capital et ralentissement de la croissance de la productivité au Canada**, Surendra Gera, Wulong Gu et Frank C. Lee, Direction de l'analyse de la politique micro-économique, Industrie Canada, 1998.
- N° 22 **La structure de la fiscalité des sociétés et ses effets sur la production, les coûts et l'efficacité**, Jeffrey I. Bernstein, Université Carleton et National Bureau of Economic Research, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.

- N° 23 **La restructuration de l'industrie canadienne : analyse micro-économique**, Sunder Magun, Applied International Economics, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.
- N° 24 **Les politiques du gouvernement canadien à l'égard de l'investissement étranger direct au Canada**, Steven Globerman et Daniel Shapiro, Université Simon Fraser, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.

COLLECTION DOCUMENTS DE DISCUSSION

- N° 1 **Les multinationales comme agents du changement : définition d'une nouvelle politique canadienne en matière d'investissement étranger direct**, Lorraine Eden, Université Carleton, 1994.
- N° 2 **Le changement technologique et les institutions économiques internationales**, Sylvia Ostry, Centre for International Studies, Université de Toronto, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 3 **La régie des sociétés au Canada et les choix sur le plan des politiques**, Ronald J. Daniels, Faculté de droit, Université de Toronto, et Randall Morck, Faculté d'administration des affaires, Université de l'Alberta, 1996.
- N° 4 **L'investissement étranger direct et les politiques d'encadrement du marché : réduire les frictions dans les politiques axées sur la concurrence et la propriété intellectuelle au sein de l'APEC**, Ronald Hirshhorn, 1996.
- N° 5 **La recherche d'Industrie Canada sur l'investissement étranger : enseignements et incidence sur les politiques**, Ronald Hirshhorn, 1997.
- N° 6 **Rivalité sur les marchés internationaux et nouveaux enjeux pour l'Organisation mondiale du commerce**, Edward M. Graham, Institute for International Economics, Washington (DC), dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.

COLLECTION DOCUMENTS HORS SÉRIE

- N° 1 **Obstacles officiels et officieux à l'investissement dans les pays du G-7 : analyse par pays**, Industrie Canada, personnel de la Direction de l'analyse de la politique micro-économique, notamment Ashfaq Ahmad, Colleen Barnes, John Knubley, Rosemary D. MacDonald et Christopher Wilkie, 1994.
- Obstacles officiels et officieux à l'investissement dans les pays du G-7 : résumé et conclusions**, Industrie Canada, personnel de la Direction de l'analyse de la politique micro-économique, notamment Ashfaq Ahmad, Colleen Barnes et John Knubley, 1994.
- N° 2 **Les initiatives d'expansion commerciale dans les filiales de multinationales au Canada**, Julian Birkinshaw, Université Western Ontario, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.

- N° 3 **Le rôle des consortiums de R-D dans le développement de la technologie**, Vinod Kumar, Research Centre for Technology Management, Université Carleton, et Sunder Magun, Centre de droit et de politique commerciale, Université d'Ottawa et Université Carleton, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 4 **Écarts hommes/femmes dans les programmes universitaires**, Sid Gilbert, Université de Guelph, et Alan Pomfret, King's College, Université Western Ontario, 1995.
- N° 5 **La compétitivité : notions et mesures**, Donald G. McFetridge, Département d'économique, Université Carleton, 1995.
- N° 6 **Aspects institutionnels des stimulants fiscaux à la R-D : le crédit d'impôt à la RS&DE**, G. Bruce Doern, École d'administration publique, Université Carleton, 1995.
- N° 7 **La politique de concurrence en tant que dimension de la politique économique : une analyse comparative**, Robert D. Anderson et S. Dev Khosla, Direction de l'économique et des affaires internationales, Bureau de la politique de concurrence, Industrie Canada, 1995.
- N° 8 **Mécanismes et pratiques d'évaluation des répercussions sociales et culturelles des sciences et de la technologie**, Liora Salter, Osgoode Hall Law School, Université de Toronto, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 9 **Sciences et technologie : perspectives sur les politiques publiques**, Donald G. McFetridge, Département d'économique, Université Carleton, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 10 **Innovation endogène et croissance : conséquences du point de vue canadien**, Pierre Fortin, Université du Québec à Montréal et Institut canadien de recherches avancées, et Elhanan Helpman, Université de Tel-Aviv et Institut canadien de recherches avancées, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 11 **Les rapports université-industrie en sciences et technologie**, Jérôme Doutriaux, Université d'Ottawa, et Margaret Barker, Meg Barker Consulting, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 12 **Technologie et économie : examen de certaines relations critiques**, Michael Gibbons, Université de Sussex, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 13 **Le perfectionnement des compétences des cadres au Canada**, Keith Newton, Industrie Canada, 1995.
- N° 14 **Le facteur humain dans le rendement des entreprises : stratégies de gestion axées sur la productivité et la compétitivité dans l'économie du savoir**, Keith Newton, Industrie Canada, 1996.

- N° 15 **Les charges sociales et l'emploi : un examen de la documentation**, Joni Baran, Industrie Canada, 1996.
- N° 16 **Le développement durable : concepts, mesures et déficiences des marchés et des politiques au niveau de l'économie ouverte, de l'industrie et de l'entreprise**, Philippe Crabbé, Institut de recherche sur l'environnement et l'économie, Université d'Ottawa, 1997.
- N° 17 **La mesure du développement durable : étude des pratiques en vigueur**, Peter Hardi et Stephan Barg, avec la collaboration de Tony Hodge et Laszlo Pinter, Institut international du développement durable, 1997.
- N° 18 **Réduction des obstacles réglementaires au commerce : leçons à tirer de l'expérience européenne pour le Canada**, Ramesh Chaitoo et Michael Hart, Centre de droit et de politique commerciale, Université Carleton, 1997.
- N° 19 **Analyse des mécanismes de règlement des différends commerciaux internationaux et conséquences pour l'Accord canadien sur le commerce intérieur**, E. Wayne Clendenning et Robert J. Clendenning, E. Wayne Clendenning & Associates Inc., dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1997.
- N° 20 **Les entreprises autochtones : caractéristiques et stratégies de croissance**, David Caldwell et Pamela Hunt, Centre de conseils en gestion, dans le cadre d'un contrat avec Entreprise autochtone Canada, Industrie Canada, 1998.

COLLECTION LE CANADA AU 21^e SIÈCLE

- N° 1 **Tendances mondiales : 1980-2015 et au delà**, J. Bradford De Long, Université de la Californie, Berkeley, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.
- N° 2 **Libéralisation étendue axée sur les aspects fondamentaux : un cadre pour la politique commerciale canadienne**, Randy Wigle, Université Wilfrid Laurier, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.
- N° 3 **L'intégration économique de l'Amérique du Nord : les 25 dernières années et les 25 prochaines années**, Gary C. Hufbauer et Jeffrey J. Schott, Institute for International Economics, Washington (DC), dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.
- N° 4 **Les tendances démographiques au Canada, 1996-2006 : les répercussions sur les secteurs public et privé**, David K. Foot, Richard A. Loreto et Thomas W. McCormack, Madison Avenue Demographics Group, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.
- N° 5 **Investissement : les défis à relever au Canada**, Ronald P. M. Giammarino, Université de la Colombie-Britannique, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1998.

PUBLICATIONS CONJOINTES

Capital Budgeting in the Public Sector, en collaboration avec l'Institut John Deutsch, sous la direction de Jack Mintz et Ross S. Preston, 1994.

Infrastructure and Competitiveness, en collaboration avec l'Institut John Deutsch, sous la direction de Jack Mintz et Ross S. Preston, 1994.

Getting the Green Light: Environmental Regulation and Investment in Canada, en collaboration avec l'Institut C. D. Howe, sous la direction de Jamie Benidickson, G. Bruce Doern et Nancy Olewiler, 1994.

Pour obtenir des exemplaires de l'un des documents publiés dans le cadre du Programme des publications de recherche, veuillez communiquer avec le :

Responsable des publications
Analyse de la politique micro-économique
Industrie Canada
5e étage, tour ouest
235, rue Queen
Ottawa (Ontario) K1A 0H5

Tél. : (613) 952-5704
Fax : (613) 991-1261
Courriel : fumerton.cheryl@ic.gc.ca