

NOUVELLE PERSPECTIVE



Le paradoxe de la productivité et de la politique monétaire

Michael Craig, CFA

Vice-président et directeur, Gestion de Placements TD

avril 2017



La productivité a trait au progrès : l'amélioration des processus et la mise à profit des innovations.

À Gestion de Placements TD, nous consacrons beaucoup de temps à examiner les tendances de la productivité, car c'est une composante importante de la croissance économique et il est difficile de tirer des rendements réels¹ des placements en l'absence de productivité.

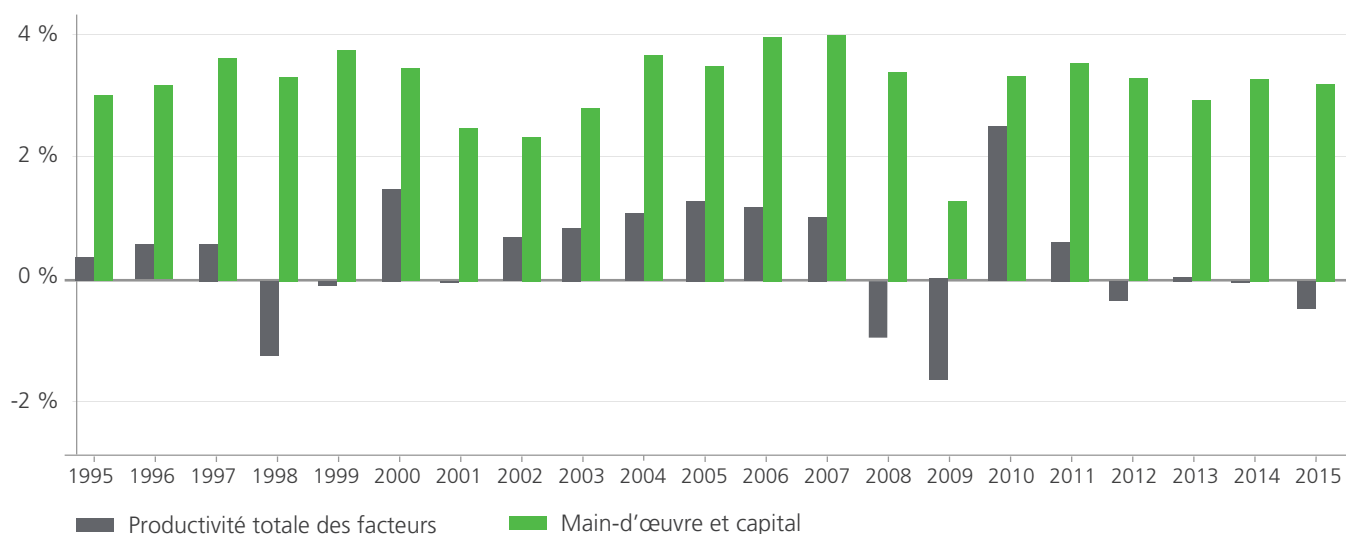
La productivité depuis la crise

La question de la productivité est beaucoup trop complexe pour en faire entièrement le tour en quelques pages. Toutefois, nous pouvons faire certaines observations. Les gains de productivité devraient être engendrés par la *rareté* (nous cherchons à utiliser plus efficacement des ressources qui sont chères) et l'*innovation* (les entreprises développent des connaissances spécialisées et conçoivent des processus rationalisés pour servir plus efficacement un marché). Cependant, depuis plusieurs années, nous observons une insuffisance de ces deux éléments et, par conséquent, une insuffisance des gains de productivité.

Comme le montre la figure 1, la croissance de la productivité a chuté dans les pays du G20. De 1995 à 2007, la productivité totale des facteurs a augmenté d'environ 0,60 % par année en moyenne et représenté 16,6 % de la croissance du PIB du G20. De 2008 à 2015, la productivité totale des facteurs a diminué en moyenne de 0,03 % par année, ce qui a réduit la croissance du PIB de l'ensemble du G20. C'est très étrange, car la croissance économique a été positive, bien que faible, dans la plupart des pays, ce qui coïnciderait normalement avec des gains de productivité.

Paradoxalement, les politiques monétaires laxistes visant à stimuler la croissance économique semblent avoir été contre-productives en ce qui a trait à leurs effets sur le comportement des entreprises et auraient contribué à la léthargie de la productivité observée au cours des dernières années. Étant donné l'abondance de capitaux peu coûteux, les entreprises étaient peu incitées à en utiliser pour améliorer la productivité, par des investissements ou des innovations, par exemple. Bon nombre d'entreprises ont plutôt employé ces capitaux bon marché pour optimiser leur bilan – ils ont dépouillé Pierre (emprunté sur le marché obligataire) pour payer Paul (racheter des actions). Bien que cela ait soutenu les cours boursiers, l'approche a peu favorisé les gains de productivité – et, par conséquent, la croissance économique.

Figure 1 : Composantes du PIB – Productivité totale des facteurs et croissance de la main-d'œuvre et du capital (20 plus importantes économies du monde, 1996 - 2015)

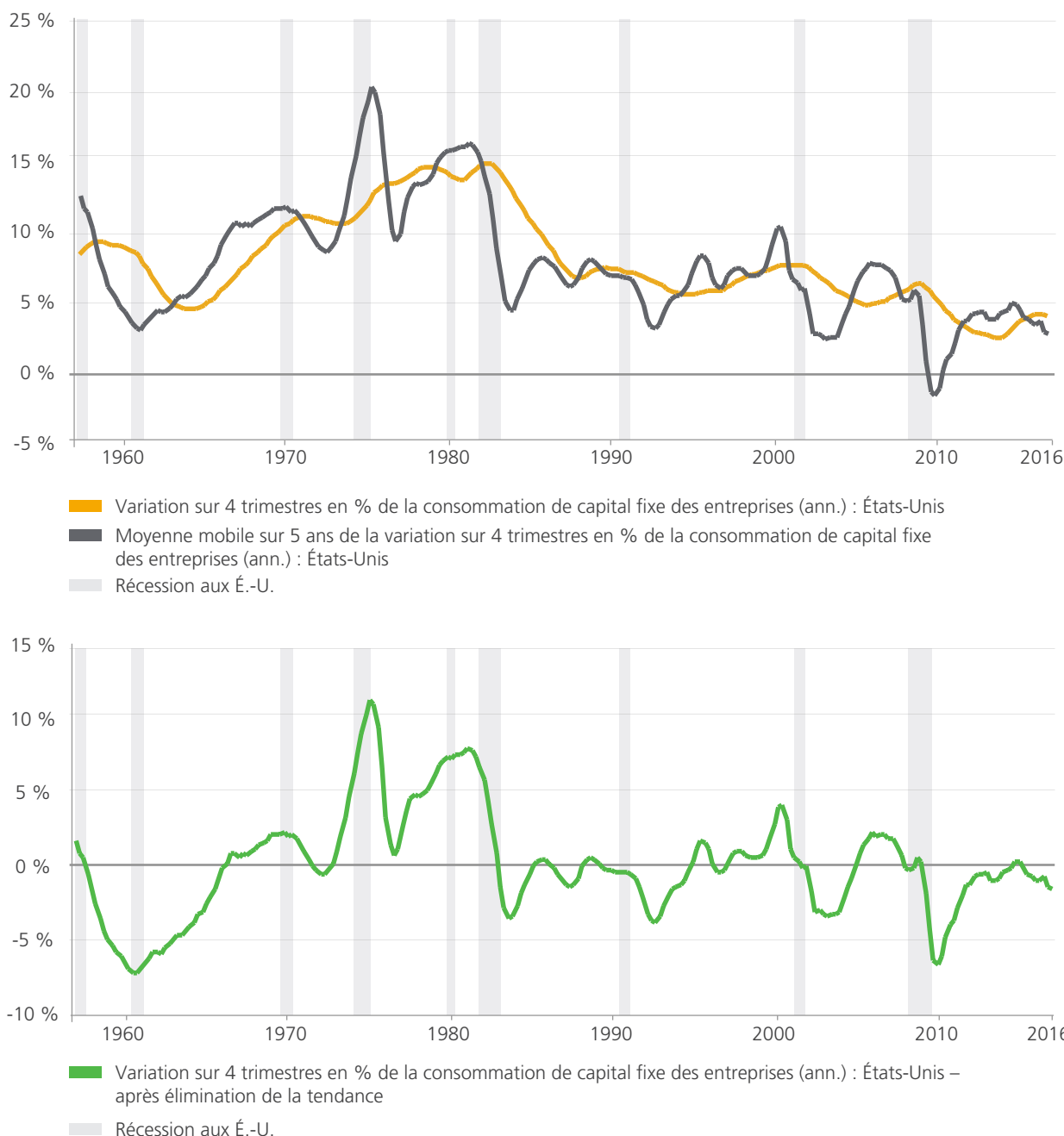


Source : Thomson Reuters Datastream, The Conference Board. 2016. The Conference Board Total Economy DatabaseMC (version rajustée), novembre 2016, <http://www.conference-board.org/data/economydatabase/>, GPTD

En prenant les États-Unis comme exemple, les graphiques ci-dessous montrent qu'étant donné le manque de gains de productivité, la tendance à long terme de la consommation de capital fixe a diminué. Il est bien établi que les investissements des entreprises ont été inférieurs à la normale au cours des dernières années, et ces graphiques étayent cette assertion. Le graphique du haut présente la consommation de capital fixe des entreprises américaines et celui du bas est la version du graphique où la tendance a été éliminée. Cette version du graphique mesure la cyclicité des investissements des entreprises et montre qu'ils n'ont jamais augmenté sur quatre trimestres depuis 2009.

Nous pouvons donc conclure que le capital fixe n'est pas entièrement renouvelé. Cela peut être attribuable en partie à l'externalisation d'emplois manufacturiers américains, mais, si c'était le cas, il y aurait eu d'importants gains de productivité en Chine, ce qui ne s'est pas produit. En effet, selon les statistiques du Conference Board, la variation de la productivité totale des facteurs a été de -0,2 % en moyenne depuis 2011.² Alors, pourquoi les investissements ont-ils été si faibles?

Figure 2 : Consommation de capital fixe des entreprises américaines (1957 - 2016)



Sources : Thomson Reuters Datastream, Bureau of Economic Analysis, département du Commerce des États-Unis

Le paradoxe de la politique monétaire

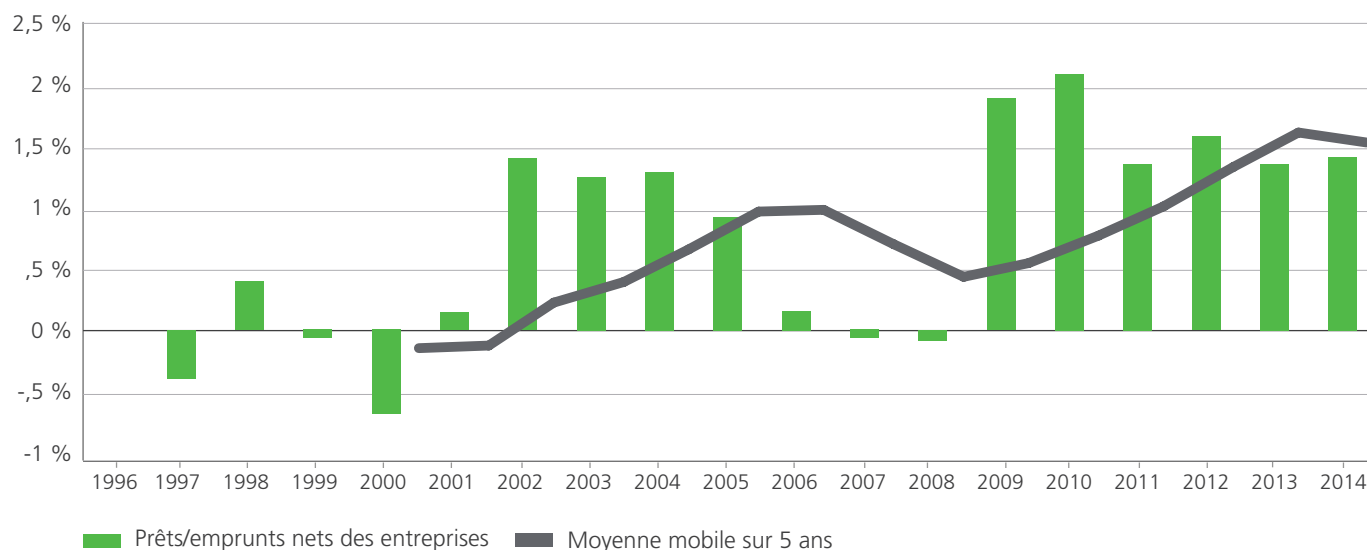
Les politiques monétaires accommodantes des banques centrales semblent avoir nui à la croissance de la productivité en créant une abondance de capitaux peu coûteux, ce qui a éliminé l'incitation de la rareté pour la productivité. Dans la foulée de la crise financière et de la « grande récession » subséquente, les banques centrales de par le monde ont fortement contribué à stimuler la croissance économique et l'inflation. Elles ont abaissé les taux à des niveaux d'urgence, de nombreuses régions ayant même adopté des taux négatifs. De plus, les banques centrales ont fortement accru leurs bilans au cours des huit dernières années en raison de programmes d'achats massifs d'actifs, qui comprenaient des obligations d'État, des obligations de sociétés et même des actions.

Malheureusement, ces politiques, qui visaient à stimuler l'activité économique, semblent avoir freiné les investissements des entreprises.

Le comportement des entreprises en matière d'investissement joue un rôle important dans la productivité totale des facteurs, mais le climat macroéconomique actuel et les politiques monétaires ont modifié ce comportement. Les banques centrales, les gouvernements et des organismes mondiaux comme le Fonds monétaire international et la Banque mondiale continuent de prévoir une faible croissance de l'économie mondiale, et les politiques monétaires demeurent très laxistes, autant d'éléments qui pourraient signaler aux entreprises que la demande globale sera faible. Comme l'explique le modèle comportemental de Peter Diamond, appelé le modèle des « noix de coco »³, les attentes des gens à l'égard du niveau de l'activité économique générale influent fortement sur le niveau de l'activité économique générale. Ainsi, si les entreprises s'attendent à ce que la croissance économique et la demande globale soient faibles, elles réduisent leurs investissements, car elles ont peu d'incitation à innover ou à investir pour créer des gains de productivité, et les prévisions et les attentes négatives deviennent des prophéties qui s'autoréalisent.

Dans le contexte actuel, les entreprises ne maintiennent même pas leur stock de capital. Le graphique ci-dessous montre les prêts ou emprunts nets des entreprises en pourcentage du PIB. Il est clair que depuis 2009, le secteur des entreprises est un épargnant net, la moyenne sur les cinq dernières années se situant à environ 1,5 %. Pour mettre cela en contexte, si l'épargne du secteur des entreprises aux États-Unis revenait de 1,5 % du PIB à 0 %, cela libérerait 250 milliards de dollars par année d'investissements d'entreprises. Imaginez les gains de productivité que ce niveau des investissements permettrait de réaliser.

Figure 3 : Prêts/emprunts annuels des entreprises en % du PIB



*Comprend : Australie, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Corée, Mexique, Pays-Bas, Espagne, Grande-Bretagne
Pondéré en fonction des PIB annuels. Pour 2014, moyenne pondérée utilisée pour le Japon, l'Australie, la Corée et le Mexique
Sources : Thomson Reuters Datastream et OCDE

Point d'inflexion?

La formule macroéconomique pour la croissance économique est :

$$\begin{array}{ccccccc} \text{croissance de la} & & + & & \text{croissance du} & & + & & \text{croissance de la} & & = & & \text{croissance} \\ \text{population} & & & & \text{capital} & & & & \text{productivité} & & & & \text{économique} \\ \text{active} & & & & & & & & & & & & \end{array}$$

La première composante de la formule, la croissance de la population active, devrait diminuer à court et à moyen terme. Les tendances démographiques mondiales, en particulier en Occident, mais aussi en Chine et dans d'autres pays émergents, devraient exercer des pressions sur la population active et l'économie dans les prochaines années, car les ratios de dépendance augmentent. Par conséquent, pour que nous puissions conserver notre niveau de vie et observer une croissance économique positive, cette croissance doit provenir de gains de productivité et d'une croissance des services tirés du capital, ce qui comprend les installations de fabrication et la technologie.

Nous croyons que la productivité et, par suite, la croissance de l'économie mondiale demeureront inférieures à la normale jusqu'à ce qu'un nouveau cycle des investissements des entreprises commence. Nous prévoyons que, d'ici là, l'endettement des ménages et des gouvernements augmentera et que la hausse des ratios endettement/PIB sera particulièrement préoccupante du fait que la faible productivité n'augmentera pas la capacité d'endettement.

Les investisseurs ont noté que les cours boursiers ont augmenté au cours des dernières années malgré la faible croissance de la productivité. Dans de nombreux cas, la hausse des cours boursiers est attribuable à l'ingénierie financière – les sociétés ont emprunté pour racheter des actions ou accroître leurs dividendes, mais, sans gains de productivité, cette stratégie n'est pas viable. Les entreprises ont essentiellement enregistré à l'avance leurs rendements, ce qui signifie que les rendements futurs devraient être réduits. Enfin, comme les entreprises n'investissent pas de façon active, les taux d'intérêt réels devraient demeurer obstinément faibles et, par conséquent, les rendements des actions seront faibles.

Cependant, bien que cela soit un phénomène mondial, l'élection de Donald J. Trump pourrait représenter un point d'inflexion pour la croissance de la productivité aux États-Unis. En particulier, les dépenses en infrastructures et la réduction de la réglementation prévues sous la présidence de Donald Trump devraient stimuler la productivité. Cette stimulation pourrait provenir d'investissements dans des infrastructures vieillissantes et obsolètes, des réseaux énergétiques judicieux et des technologies qui résistent mieux aux cyberattaques. Une poursuite de la phase de hausses de taux de la Réserve fédérale américaine augmentera le coût de l'argent et influera donc sur les décisions prises par les chefs des finances en matière d'affectation des capitaux. Des investissements dans des projets dont le taux de rendement interne est positif pourraient devenir plus intéressants que des rachats d'actions et des versements de dividendes si les entreprises veulent continuer de croître. Enfin, un accroissement de l'optimisme chez les petites et les grandes entreprises pourrait conduire à une hausse de la vélocité de la monnaie et, par conséquent, à une inflation plus élevée. Cela serait important pour briser le contexte déflationniste qui a nui aux entreprises et aux ménages au cours des huit dernières années, comme s'il les avait couverts d'un épais brouillard.

Glossaire

Demande globale : Demande totale de biens et services dans une économie.

Stock de capital : Nombre total d'actions – ordinaires et privilégiées – émises par une société.

Ratio de dépendance : Pourcentage représentant le nombre d'enfants et de personnes âgées par rapport au nombre d'adultes en âge de travailler.

Données après élimination

de la tendance : Données dont on a supprimé les tendances à long terme.

Capital fixe : Équipement et installations utilisés pour la production de biens et services.

Taux de rendement interne : Mesure de rentabilité.

Vélocité de la monnaie : Vitesse à laquelle l'argent circule dans une économie (par des opérations).



¹ Les rendements réels tiennent compte de l'inflation.

² The Conference Board, 2016, The Conference Board Total Economy Database^{MC}, *Growth Accounting and Total Factor Productivity 1995-2015* (version rajustée), www.conference-board.org/data/economydatabase/

³ Diamond, Peter (1982), « Aggregate Demand Management in Search Equilibrium », *Journal of Political Economy*.

Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ces renseignements proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés à des fins d'illustration et ne reflètent pas des valeurs ou des rendements futurs. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer », ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et projections sont de ce fait tributaires de risques et d'incertitudes, lesquels peuvent être imprévisibles. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. Un certain nombre de facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à de tels écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. © 2016. The Conference Board, Inc. Contenu reproduit avec permission. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. MD Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.