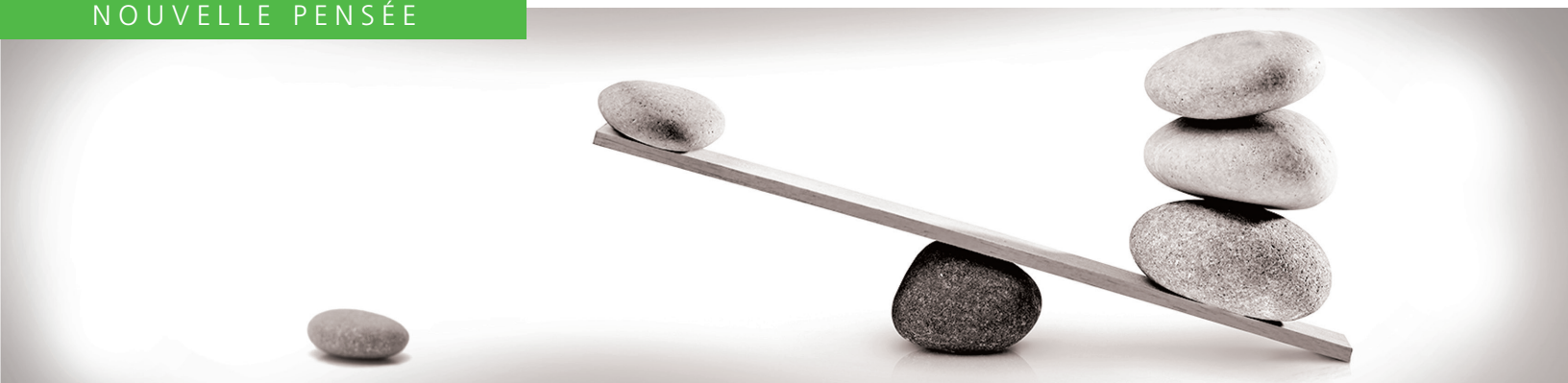


NOUVELLE PENSÉE



Le jeu de l'instabilité 2.0 : deux types de productivité

Michael Craig, CFA
vice-président et directeur

Haining Zha, CFA
vice-président

septembre 2017



Près de neuf ans après la crise financière, l'économie mondiale reste aux prises avec une croissance anémique. La faiblesse de la croissance de la productivité y est certainement pour beaucoup, mais notre recherche montre que les mesures actuelles de la productivité ne disent pas tout. Dans le présent article, nous proposons de revoir radicalement la façon de considérer la productivité : il convient selon nous de regarder l'offre et la demande séparément pour se faire une meilleure idée. Ce faisant, il est possible de faire la différence entre les progrès réalisés du côté de l'offre et le malaise existant du côté de la demande et de montrer que les perspectives de l'économie sont peut-être meilleures que ce que l'on a tendance à penser. En outre, cela permet de faire ressortir d'importantes divergences du côté de l'offre au sein et entre les différents secteurs de l'économie, dont la mesure globale de la productivité ne rend pas compte, ce qui peut biaiser le portrait économique. En considérant la productivité sous ce nouvel angle, nous estimons que :

- la croissance économique nominale restera faible;
- l'inflation restera limitée;
- la faiblesse des taux d'intérêt persistera encore quelque temps;
- le progrès technologique et la persistance de divergences du côté de l'offre engendreront des risques et des occasions de placement sur les marchés boursiers.

La croissance économique est quelque chose d'important dans le monde des placements, dans la mesure où la source des rendements de placement des différentes catégories d'actif est finalement toujours la même : la croissance économique. À l'occasion, les cours peuvent s'écarter des fondamentaux, mais, à long terme, le lien entre rendements et croissance est très solide. C'est pourquoi il est essentiel de mieux comprendre ce phénomène de faible croissance ainsi que les principaux facteurs qui y contribuent, comme la productivité.

Comprendre la croissance

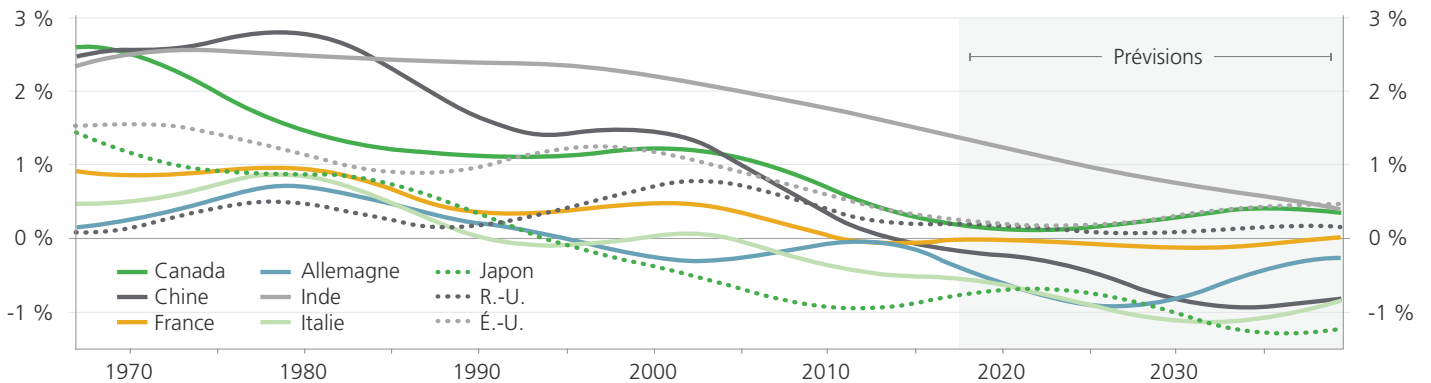
En termes simples, la croissance économique correspond à l'augmentation de la production. Dans le cadre du système de comptabilisation simplifiée de la croissance, la production peut être décomposée en trois facteurs :

$$\text{Production} = \text{Productivité de la main-d'œuvre*} \times \text{Nombre de gens qui travaillent} \times \text{Heures moyennes par personne}$$

*La productivité de la main-d'œuvre est une mesure de l'efficacité : plus la main-d'œuvre est productive, plus la quantité de biens et de services produite au cours d'un même laps de temps augmente.

De ces trois facteurs, les heures moyennes par personne ont peu de chances d'augmenter significativement, puisque la plupart des gens devraient continuer à travailler huit heures par jours, cinq jours par semaine. Au vu des tendances démographiques, la croissance du nombre de gens qui travaillent devrait ralentir. L'Organisation des Nations Unies (l'ONU) prévoit par exemple que la population en âge de travailler aux États-Unis ne devrait croître que d'environ 0,3 % par année au cours des 20 prochaines années, ce qui correspond à environ 1 % de moins que la moyenne historique à long terme.

Figure 1 - Croissance de la population mondiale en âge de travailler



Sources : Thomson Reuters Datastream, ONU et GPTD.

En l'absence de croissance substantielle de ces deux facteurs, la croissance économique devra venir de l'augmentation de la productivité de la main-d'œuvre. Toutefois, les récents chiffres sur la productivité de la main-d'œuvre ne portent pas à l'optimisme. Comme on peut le voir à la figure 2, elle est non seulement en baisse, mais elle a en outre récemment atteint ses plus bas niveaux des trois dernières décennies.

Figure 2 - Productivité de la main-d'œuvre américaine



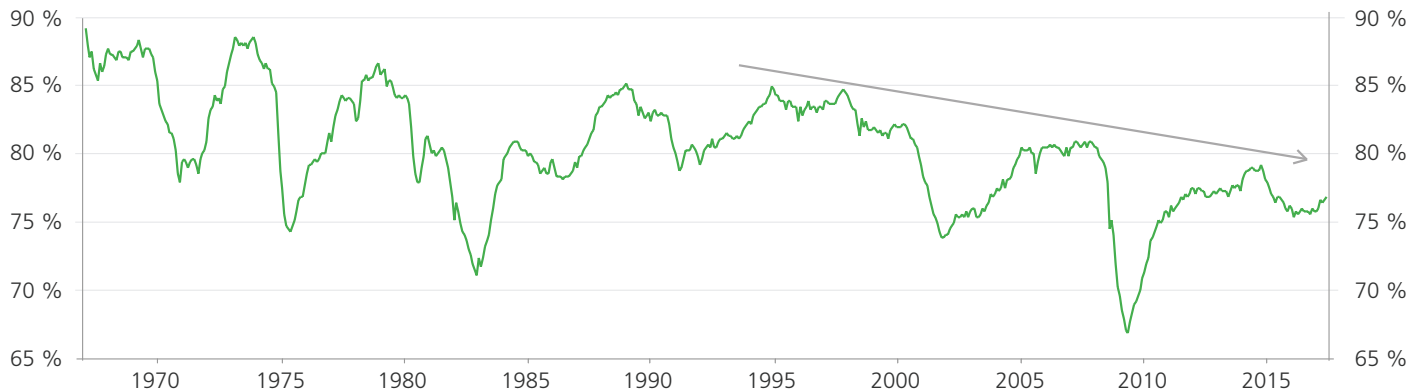
Source : Thomson Reuters Datastream.

Cet élément est préoccupant, dans la mesure où il est difficile de générer de la croissance économique et des rendements de placement sans poussée de la productivité. Toutefois, notre recherche montre que les mesures actuelles ne donnent pas un point de vue complet de la productivité. En creusant davantage, nous observons que sous la faiblesse de la croissance et de la productivité se cachent en fait deux sortes de productivités, une induite par l'offre, et l'autre induite par la demande. La faiblesse des chiffres actuels sur la productivité témoigne certes d'un problème au niveau de la demande, mais l'offre est solide et marquée par d'importants écarts.

Deux types de productivité

En termes simples, la productivité est synonyme d'efficacité : il s'agit de produire plus de produits et des produits de meilleure qualité le plus rapidement possible. La plupart des bureaux de statistique calculent la productivité de la main-d'œuvre en divisant la production totale par le nombre total d'heures travaillées. Mais ce calcul présente un défaut : la production totale est liée à la demande. Dans un monde où l'écart entre l'offre et la demande est modeste et où les banques centrales peuvent ajuster leur politique pour atténuer l'écart, ce calcul fonctionne. Mais nous vivons dans un monde où l'ampleur de l'endettement et les inégalités de revenus restreignent la demande et où la capacité des banques centrales à la stimuler est limitée; l'offre dépasse donc largement la demande dans la plupart des domaines (figure 3). Dans une telle économie, la mesure traditionnelle de la productivité de la main-d'œuvre témoigne davantage du goulet d'étranglement du côté de la demande que de la progression de l'offre.

Figure 3 - Utilisation des capacités de production aux États-Unis



Source : Thomson Reuters Datastream.

Pour obtenir un portrait plus complet de la productivité, il convient selon nous de l'évaluer à partir de mesures induites à la fois par la demande et par l'offre. Les mesures induites par la demande témoignent de la façon dont les gains économiques se distribuent au sein de l'économie et créent de la demande, alors que les mesures induites par l'offre traduisent l'innovation, le progrès technologique et les gains d'efficacité.

Productivité induite par la demande

Aux États-Unis, la croissance de la productivité induite par la demande est faible dans l'ensemble des secteurs. Les dépenses des ménages sont limitées par les inégalités de revenus et par l'ampleur de l'endettement. Du côté des entreprises, les investissements restent anémiques en raison de la faiblesse de la demande de consommation, des surcapacités de production et de l'incertitude politique. La demande dans le secteur public reste par ailleurs limitée en raison de l'ampleur de la dette, de la baisse des dépenses publiques et du blocage politique. Cette faiblesse généralisée de la demande se traduit par une croissance limitée de la productivité.

Productivité induite par l'offre

On observe à l'inverse que la croissance de la productivité du côté de l'offre est solide, notamment dans les secteurs où la technologie et l'innovation sont très présentes. Amazon en est l'exemple parfait. À la fin de 2016, l'entreprise comptait plus de 45 000 robots dans ses centres de distribution et avait ramené le temps moyen d'intervention humaine par commande à une minute; le reste du processus est pris en charge par des robots et des systèmes automatisés. Grâce à l'innovation technologique, Amazon a réduit son temps de cycle de 60 minutes à environ 15 minutes et a augmenté son utilisation de l'espace de 50 %; il s'agit dans les deux cas d'une amélioration évidente de la productivité, dont les calculs de productivité traditionnels ne rendent toutefois pas entièrement compte.

Le cas d'Amazon n'est pas un exemple isolé. Il existe de nombreux autres cas où l'innovation a permis d'augmenter la productivité, comme l'adoption généralisée des téléphones intelligents, l'utilisation de la robotique dans les processus de fabrication et l'émergence des voitures autonomes. Dans l'avenir, avec l'accroissement de la puissance de calcul et les nouveaux progrès de l'intelligence artificielle, la technologie devrait continuer à repousser les limites dans le secteur des services et engendrer une poussée encore plus importante de la productivité.

Quels sont les obstacles à la productivité?

Pourquoi la croissance de la productivité est-elle aussi faible depuis cinq ans? C'est un débat qui fait rage dans le domaine de l'économie. Les théories sont nombreuses, mais aucune n'a encore apporté de réponse convaincante. Nos observations sur la productivité induite par l'offre et par la demande permettent de considérer la question sous un angle nouveau et de mieux rendre compte de la réalité dans de nombreux cas.

Par exemple, la théorie des cibles faciles (« low-hanging fruit » en anglais) part du principe que la productivité est faible parce qu'il n'y a pas eu de grandes avancées technologiques depuis la création de l'Internet. Cela ne tient pas compte du fait que nous sommes entrés dans l'ère de l'application et que nous devrions tirer encore plus d'avantages de l'Internet. Sur la base de notre nouveau cadre théorique, nous affirmons que la faiblesse de la productivité est liée à la dynamique de la demande, mais qu'il existe d'importantes avancées technologiques qui font progresser la productivité du côté de l'offre.

Selon une autre théorie, la croissance de la productivité ne rend pas suffisamment compte de l'amélioration de la qualité des produits. S'il y a un peu de vrai dans cette théorie, elle n'explique pas pourquoi le calcul actuel de la productivité se trompe davantage que dans le passé, alors même que l'on utilise la même méthodologie. Selon nous, le calcul de la productivité fondé sur la demande était moins

faussé dans le passé, lorsque les inégalités de revenus étaient moins marquées et que les gens pouvaient encore emprunter pour consommer. Cette demande étant déjà épuisée, l'effet de distorsion sur la productivité est de plus en plus évident.

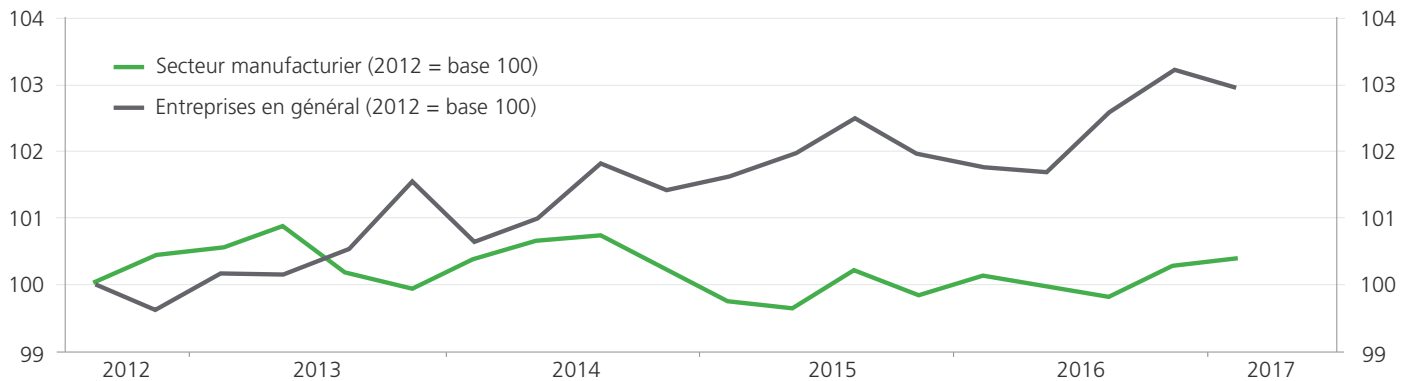
Selon une théorie que nous avons [explorée dans le passé](#), les programmes d'assouplissement quantitatif ont pesé sur la productivité. Mais cette façon de voir les choses est incomplète, dans la mesure où l'assouplissement quantitatif comporte à la fois des éléments positifs et négatifs. Les programmes d'assouplissement quantitatif ont certes permis à de nombreuses personnes de retrouver du travail et relancé la demande. Toutefois, à mesure que la reprise progressait, ces programmes ont eu tendance à creuser les inégalités de richesse à long terme et donc à peser sur la productivité induite par la demande. Du côté de l'offre, l'assouplissement quantitatif n'a pas particulièrement contribué à résoudre les problèmes structurels du marché de l'emploi et il a permis à des entreprises inefficaces de survivre plus longtemps; ces deux éléments ont pesé sur la productivité induite par l'offre.

Globalement, la croissance de la productivité apparaît limitée parce qu'elle reflète de manière disproportionnée les difficultés du côté de la demande, par opposition aux progrès réalisés du côté de l'offre; une distinction entre offre et demande permettrait donc d'en dresser un portrait plus juste.

La grande divergence

La croissance de la productivité est certes soutenue du côté de l'offre, mais elle n'est pas uniforme. Nous observons d'ailleurs une autre grande tendance, soit un important écart de productivité au sein et entre les différents secteurs de l'économie. La croissance de la productivité du secteur manufacturier est traditionnellement largement supérieure à celle du secteur des services. La tendance s'est toutefois inversée à partir de 2012, puisque le secteur manufacturier affiche une croissance quasiment nulle de sa productivité, alors que celle des services continue d'augmenter, quoiqu'à un rythme relativement modeste (figure 4).

Figure 4 - Productivité du secteur manufacturier et des entreprises en général

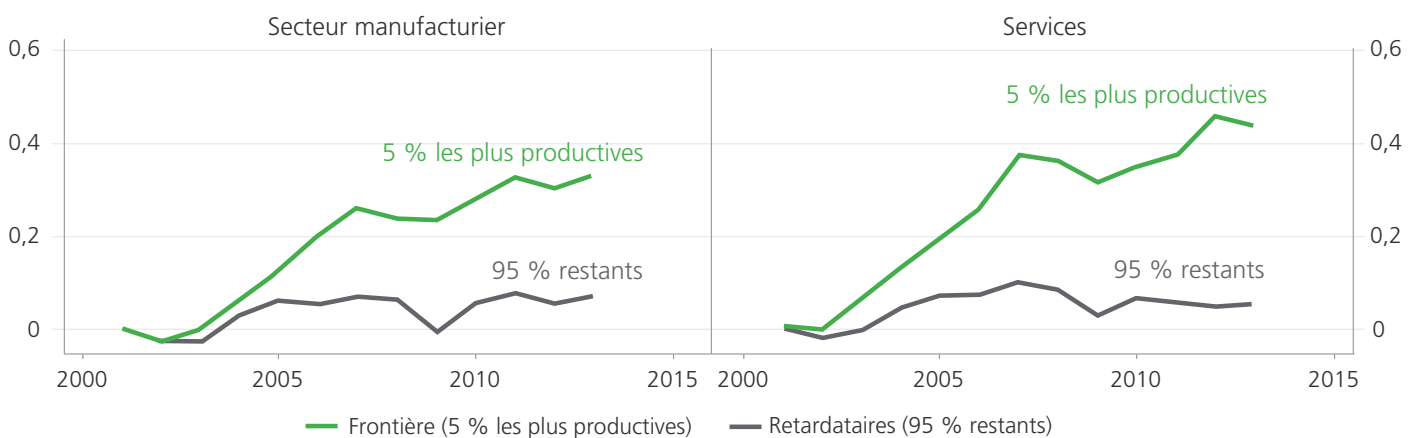


Source : Thomson Reuters Datastream.

Au sein des différents secteurs, l'écart est également important. Selon une étude de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), l'écart de productivité entre les 5 % d'entreprises les plus performantes d'un secteur et les 95 % restants est en hausse (figure 5). Au cours des 15 dernières années, les 5 % d'entreprises les plus productives du secteur manufacturier ont accumulé une avance de 30 %. Dans les services, l'écart de productivité cumulatif au cours de la même période a dépassé les 40 %.

Figure 5 - Élargissement de l'écart de productivité de la main-d'œuvre entre la frontière mondiale et les autres entreprises

Productivité de la main-d'œuvre : valeur ajoutée par travailleur (2001-2013)



Remarques : La frontière mondiale correspond à la moyenne de la productivité de la main-d'œuvre des 5 % d'entreprises affichant les meilleurs niveaux de productivité dans chaque secteur à deux chiffres. Les retardataires correspondent à la productivité moyenne de toutes les autres entreprises. Le graphique représente les moyennes non pondérées dans les secteurs à deux chiffres pour le secteur manufacturier et les services, les valeurs étant normalisées à 0 pour l'année de départ. La période couverte va de 2001 à 2013. Les axes verticaux représentent les différences par rapport à l'année de départ : par exemple, la frontière dans le secteur manufacturier est d'environ 0,3 la dernière année, ce qui correspond à une augmentation d'environ 30 % de la productivité entre 2001 et 2013. Les services désignent les services non financiers aux entreprises.

Source : Andrews, D., C. Criscuolo et P. Gal (2016), « The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy », OECD Productivity Working Papers, No. 5, Les Éditions de l'OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/63629cc9-en>. Reproduit sous permission.

Même au niveau des sous-secteurs, le phénomène reste le même. Par exemple, dans le domaine du commerce de détail, l'écart de productivité entre les distributeurs hors magasin (comme Amazon) et les magasins de marchandises diverses (comme Walmart) est en hausse. Comparativement à il y a 10 ans, la productivité des distributeurs hors magasin est maintenant de 40 % supérieure à celle des détaillants traditionnels.

Cette divergence modifie la structure et la dynamique de l'économie, et son importance est amplifiée lorsque la croissance globale ralentit, car cet écart détermine qui obtient la plus grande part du gâteau. Ce qui n'était auparavant qu'une préoccupation accessoire est ainsi devenu un des plus importants moteurs de l'économie.

Effets des tendances en matière de productivité

Comme nous l'avons expliqué plus haut, une fois que l'on distingue la productivité induite par l'offre de celle induite par la demande, on observe que :

1. La mesure actuelle de la productivité rend compte des difficultés du côté de la demande, mais sous-estime les aspects positifs liés à la technologie du côté de l'offre.
2. Le chiffre total masque par ailleurs d'énormes écarts de productivité.

Mais vous vous demandez probablement ce que cela implique. Quels sont les effets de ces tendances en matière de productivité? On recense un certain nombre de répercussions sur l'économie, pour les dirigeants et pour les investisseurs. En raison des difficultés sur le plan de la demande, la croissance risque selon nous de rester faible. Cela risque également de se traduire par un ralentissement de l'inflation; après tout, l'offre restant supérieure à la demande dans bien des domaines, on ne voit pas bien ce qui pourrait faire monter les prix.

Cela crée une situation intéressante pour les banques centrales. Leur influence sur la demande et l'inflation est de plus en plus asymétrique. La politique monétaire fonctionne essentiellement par l'intermédiaire des taux d'intérêt et d'autres éléments de marché; elle profite de façon disproportionnée aux détenteurs de capitaux et est moins à même de régler les problèmes d'inégalités de revenus et de stagnation des salaires que l'on voit émerger en réaction à l'inadéquation des compétences sur le marché de l'emploi. Cette répartition inégale des gains empêche la création effective de demande, raison pour laquelle l'inflation reste obstinément faible. En outre, la question de la distribution des revenus est hors du contrôle des banques centrales, ce qui indique que leur capacité à augmenter l'inflation est limitée. Elles ont en revanche le pouvoir de créer des pressions déflationnistes. Si elles abolissent les mesures de relance plus vite que prévu, la demande risque de disparaître rapidement, ce qui augmenterait encore l'écart entre l'offre et la demande et risquerait d'engendrer de la déflation.

Compte tenu de cette asymétrie, le premier type d'erreur de politique que les banques centrales pourraient commettre serait de resserrer les taux trop rapidement. Bien que certaines d'entre elles aient commencé à normaliser lentement leur politique, elles devront faire preuve de prudence. Le second type d'erreur consisterait à resserrer les taux trop lentement, ce qui risque d'arriver si elles se trompent de cible dans le cadre de leurs décisions de politique monétaire. Si les banques centrales maintiennent un niveau de relance monétaire important en attendant que l'inflation atteigne le niveau ciblé, ce qui a peu de chances de se produire compte tenu de la faiblesse de la demande, il y aura des conséquences pour la croissance du crédit et la stabilité financière. Au cours des prochains mois, les banques centrales devront selon nous modifier en profondeur leurs cadres de politique afin de refléter cette asymétrie et de fixer une cible d'inflation qui équilibre croissance et stabilité financière.

Pour les investisseurs, la faiblesse de la croissance économique, la prudence des banques centrales et l'absence d'inflation élevée risquent de se traduire par une diminution des taux obligataires. En outre, les progrès technologiques pourraient engendrer une désinflation (ralentissement de l'inflation) structurelle. Dans l'ensemble, même si les taux obligataires sont proches de leurs planchers historiques, les cours des obligations ne sont pas aussi précaires qu'il y paraît, et nous nous attendons à que les taux restent faibles pendant un bon moment.



En ce qui concerne les actions, nous observons une divergence croissante entre la productivité et le rendement des plus grandes entreprises (comme celles qui composent l'indice S&P 500) et des entreprises en général. Même au sein du S&P 500, il y a un écart important entre la première tranche de 5 % et les 95 % restants. La récente avance de Facebook, Amazon, Netflix et Google sur le S&P 500 en est une parfaite illustration. Les progrès technologiques risquent de continuer à accentuer la divergence de rendements tant au niveau des secteurs qu'au niveau des entreprises. Dans ce contexte, les gestionnaires actifs auront l'occasion de générer de la valeur ajoutée s'ils parviennent à repérer des entreprises capables de dévier de l'économie générale et de créer une croissance durable. À l'inverse, les investisseurs passifs pourraient être confrontés à une intensification des risques puisqu'ils ne peuvent pas sélectionner de sociétés en particulier et qu'ils risquent d'être exposés à des entreprises à la productivité et à la compétitivité insuffisantes.

Où se trouvent selon nous les occasions dans un monde où l'offre tend à dépasser la demande?

Nous ciblons pour notre part deux domaines :

1. Ceux dans lesquels il existe une rare pénurie de l'offre et une demande relativement inélastique, comme nous avons pu l'observer dans les secteurs de l'habitation et des soins de santé au cours des dernières années.
2. Ceux qui sont ouverts aux technologies, ce qui leur permet de gagner des parts de marché aux dépens d'autres pans de l'économie même quand l'économie dans son ensemble stagne, comme on a pu le constater avec la domination du secteur des technologies au début de 2017.

Dans notre précédent cadre théorique, [Le jeu de l'instabilité](#), nous avons souligné que plusieurs graves problèmes structurels entravaient la croissance économique. Dans [Le jeu de l'instabilité 2.0](#), nous perfectionnons le cadre et proposons de nouvelles idées. Ce cadre amélioré nous permet de mieux expliquer le monde actuel et de mieux investir dans celui-ci. À mesure que le monde continuera à évoluer, nous resterons à l'affût et continuerons à nous adapter pour pouvoir continuer à bien servir notre clientèle.



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. aux fins d'information seulement. Ces renseignements proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont présentés uniquement à titre d'illustration; ils ne reflètent pas la valeur future ou le rendement futur d'un placement. 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 à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient se révéler 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. On ne doit pas se fier indûment aux déclarations prospectives. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Tous droits réservés. 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.