13 mai 2015

THÉMATIQUE

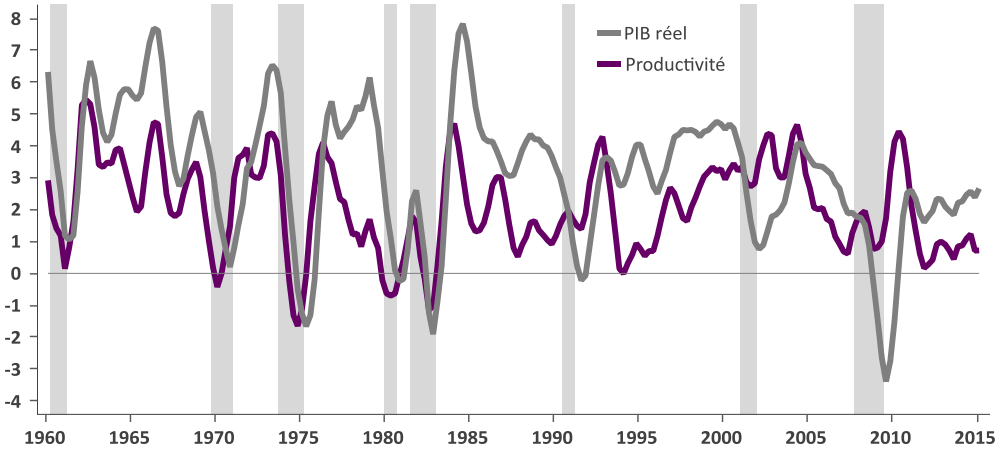
Faiblesse de la productivité, talon d'Achille du cycle en cours

La publication d'une contraction des gains de productivité pour le deuxième trimestre consécutif a eu un retentissement marqué sur les marchés financiers et pourrait bien modifier la perception des risques assortis à la situation conjoncturelle américaine, remettant notamment dans le radar le spectre d'une possible récession. Pourquoi ces chiffres sont-ils tellement importants ?

Nous revenons ici sur le cycle de productivité, ses origines et ses implications sur les enchaînements conjoncturels en matière de rentabilité, de profits, d'inflation et de politique monétaire. Une façon de mettre en exergue les particularités du cycle présent et les dangers qu'encourrait la Fed en les mettant au second plan, à savoir celui d'accroître sensiblement la probabilité d'une récession que nous estimons aujourd'hui comprise entre 25 % et 30 %.

Productivité horaire, PIB réel et récessions aux États-Unis

GA en %, séries lissées sur 4 trimestres (les barres grisées correspondent aux période de récession)

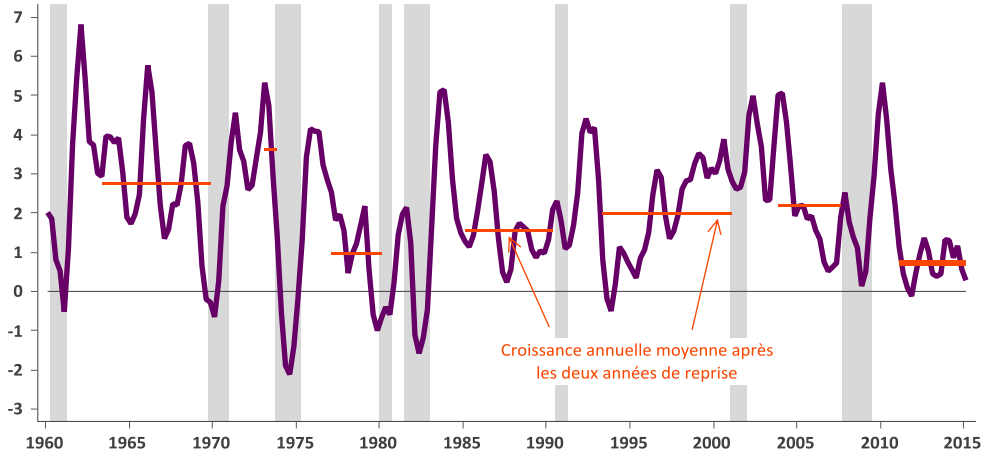


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Faiblesse de la productivité, talon d'Achille du cycle en cours

La faible croissance des gains de productivité explique dans une très large mesure l'incapacité de la croissance américaine à déboucher sur un cercle plus vertueux de croissance de l'investissement et de l'emploi ces dernières années. Nous avons régulièrement souligné cette faiblesse et les conséquences d'une telle situation sur le diagnostic conjoncturel américain, comme, du reste, sur celui de la plupart des économies développées (voir en autres sur ce sujet « *Productivité, la partie n'est pas gagnée* », mai 2015). Le graphique suivant illustre cette particularité montrant que depuis le premier trimestre 2011, une fois le redémarrage cyclique dépassé, la croissance annuelle des gains de productivité n'a pas excédé 0,7 %, la plus faible jamais observée, y compris durant les années soixante-dix jusqu'alors les plus médiocres en la matière.

Croissance annuelle de la productivité horaire du secteur non-financier



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cette situation a de profondes implications, que ce soit en matière de solidité du cycle, de croissance des profits et de l'investissement ou du niveau des taux d'intérêt, qui nécessitent pour être totalement comprises de revenir sur la notion de productivité et ses interférences avec le cycle économique.

Le paradoxe de la productivité

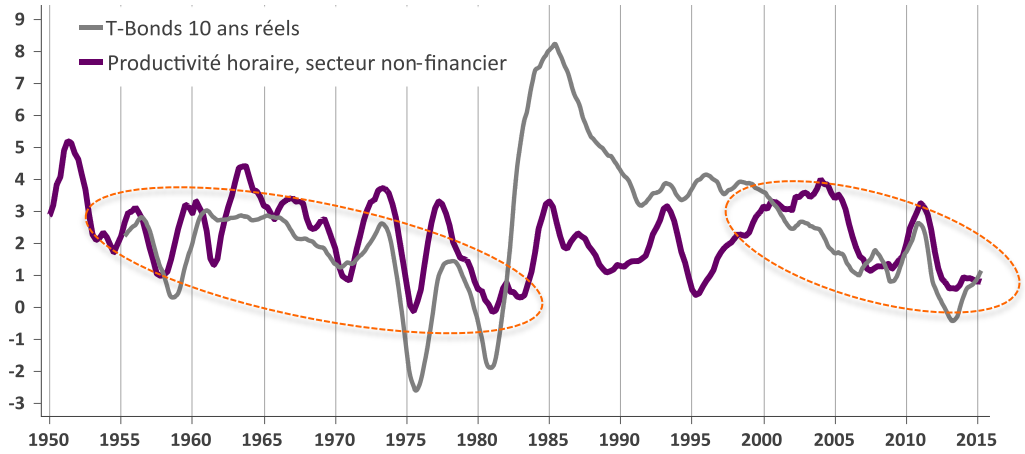
Si la notion de productivité est assez simple, pouvant s'entendre comme une mesure de l'efficacité des ressources employées dans le processus de production - quantités produites par unité de travail ou de capital-, sa signification est plus ambigüe. Nombreux sont les observateurs considérant la croissance de la productivité comme nuisible à l'emploi, ces derniers, plus efficaces, étant mécaniquement moins nécessaires. Si le fait est indiscutable, on rappellera néanmoins que dans un système capitaliste, l'efficacité des ressources monopolisées pour la production est la clé de toute décision d'investir ou de créer des emplois. **À efficacité trop faible, a fortiori décroissante, emploi comme investissement productifs n'ont théoriquement pas lieu d'être sollicités.** La croissance de la productivité, nuisible à l'emploi

lorsqu'excessivement recherchée, est donc un préalable indispensable à sa croissance ; son reflux au cours des deux derniers trimestres est, à ce titre, un signal indiscutablement négatif pour l'investissement et l'emploi à venir.

Convergence des rendements

La productivité est assimilable au rendement du capital monopolisé pour la production sous forme d'emploi et d'investissement. Elle est en cela en compétition avec le rendement apporté par les autres formes de monopolisation du capital, en particulier les actifs financiers. Une faible croissance persistante de la productivité a ainsi pour effet de détourner le capital de la sphère productive. Cet arbitrage tend à faire monter le prix des actifs et à en faire baisser le rendement, de sorte, qu'en théorie, le taux de rentabilité de l'investissement physique, que mesure la productivité, et le niveau des taux d'intérêt sont amenés à converger. L'exemple américain illustre assez fidèlement cette relation sur le long terme, malgré des épisodes de distorsions importantes, notamment pendant les périodes de forte inflation.

Croissance annuelle de la productivité du travail et taux d'intérêt réels aux États-Unis, lissés sur 2 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

On comprend dès lors **qu'une situation de faible croissance de la productivité s'accompagne naturellement de bas niveaux de taux d'intérêt ou justifie une politique de bas taux d'intérêt destinée à réduire les distorsions de rentabilité et tenter de rétablir un environnement plus propice à la sphère réelle**. C'est en ces termes que l'annonce d'une nouvelle contraction de la productivité américaine peut contrarier l'objectif de normalisation du niveau des taux d'intérêt directeurs de la Fed. Les enjeux d'une baisse de la productivité sont toutefois nettement plus complexes, notamment par ce qu'ils signifient en terme de risque inflationniste.

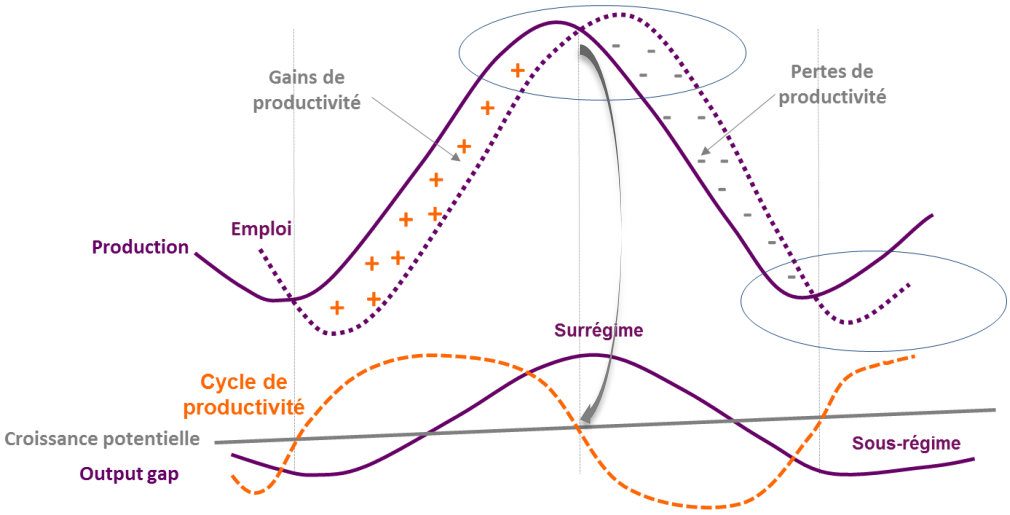
Gains de productivité et cycle de conjoncture

Le cycle de productivité est avant tout la résultante des décalages naturels entre la croissance de la production et celle de l'emploi. Si l'on considère le cycle comme la

période allant de la fin d'une récession au début de la suivante, il ressort trois périodes bien distinctes du cycle de productivité :

- La première, la plus généreuse en matière de gains de productivité, accompagne la fin des épisodes récessifs, moment à partir duquel les efforts de baisse des coûts permettent de restaurer la rentabilité et où les entreprises peuvent avoir recours à une augmentation des volumes produits sans nécessairement accroître leurs ressources en emplois et en investissements. C'est par ce rebond de la productivité et lui seul, accompagné de politiques de soutien monétaire et/ou budgétaire, que les épisodes récessifs peuvent prendre fin et créer les conditions d'une reprise.
- La deuxième est celle de la confirmation de la reprise durant laquelle les décalages naturels entre la croissance de la production et de l'emploi entretiennent une croissance des gains de productivité généralement en phase avec leurs tendance structurelle. Ces gains de productivité permettent en particulier d'absorber les hausses de salaires et d'alimenter la croissance des profits durant la phase montante du cycle.
- La troisième s'illustre par un retournement du cycle de la productivité, le plus souvent simultané au pic de croissance. L'économie tournant en surrégime (au-dessus de son potentiel), le haut degré de sollicitation des ressources occasionne une forte croissance des ressources productives (emploi et investissement) souvent plus rapide que ne l'est, à ce stade, la croissance de la production. Les gains de productivité disparaissent alors brutalement pour laisser place à des pertes qui débouchent, la plupart du temps, sur des épisodes récessifs (passage d'une situation en surrégime à une baisse de la croissance sous son potentiel).

Dynamiques respectives de l'emploi et de la production et cycle de productivité



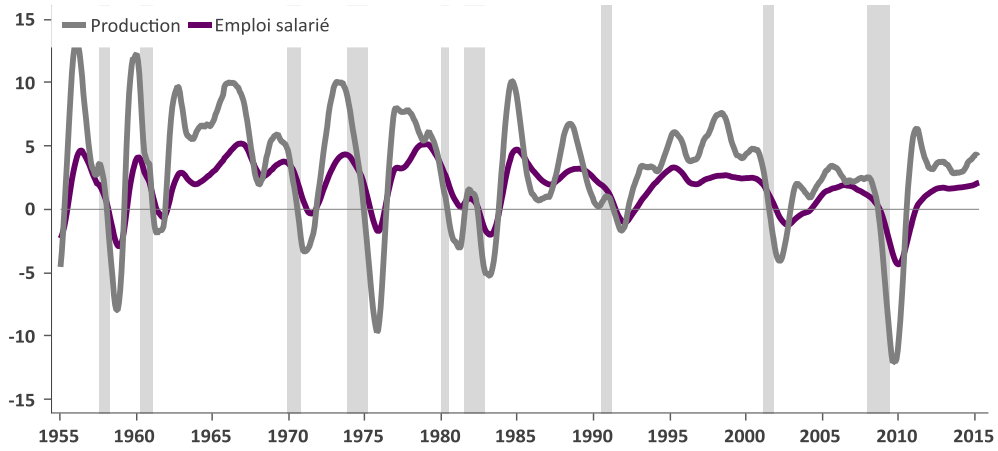
Source : RichesFlores Research

Les cycles américains illustrent très fidèlement ces enchaînements successifs décrits dans les deux graphiques ci-dessous et leur régularité, tant en ce qui concerne les décalages entre la croissance de la production et celle de l'emploi salarié (ici la

production industrielle pour une meilleure visibilité des cycles) que leur résultante, les cycles de productivité.

Croissance annuelle de la production industrielle et de l'emploi

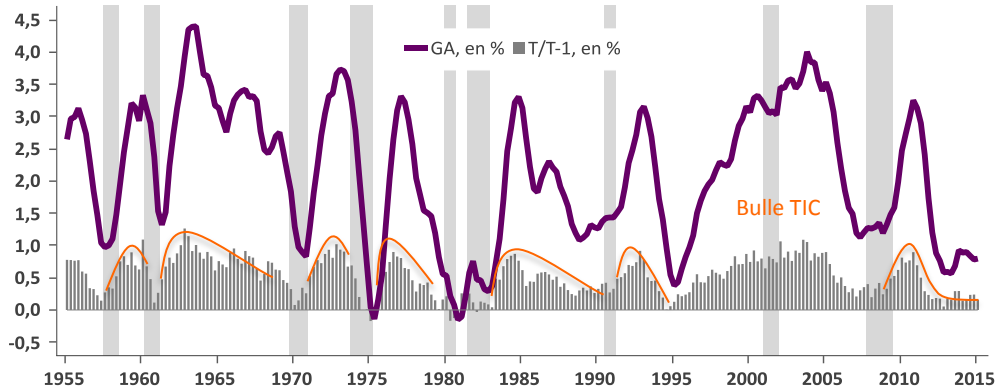
En %, lissés sur 4 trimestres



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance de la productivité horaire du secteur non financier

En % lissée sur 2 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

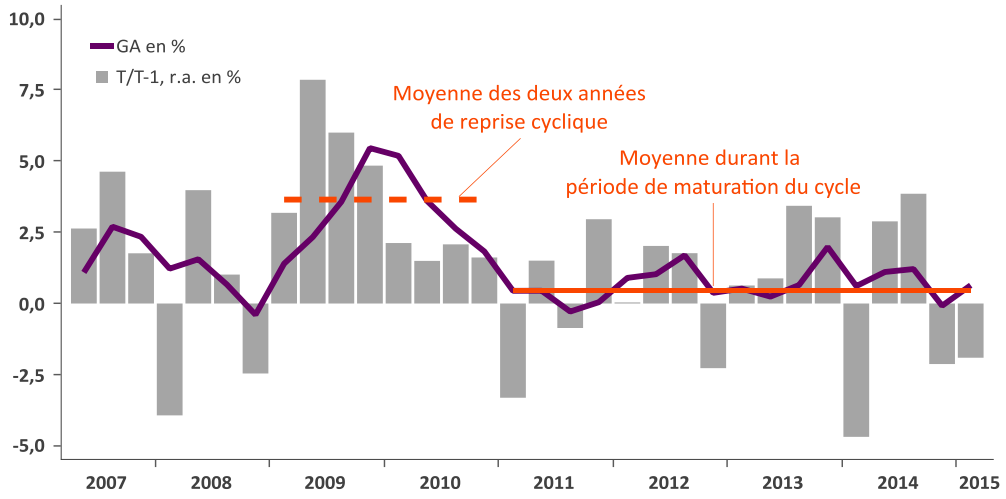
Deux périodes se distinguent toutefois de la norme de long-terme :

- La première, s'étend tout au long de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix qui se caractérise par une résistance atypique des gains de productivité dopés par l'introduction des nouvelles technologies de l'information et de communication, dont le tassement est à peine perceptible pendant la récession de 2001, après l'éclatement de la bulle. On comprend, ici, l'espoir constitué par cette révolution technologique et les raisons qui ont pu effectivement pousser à la création d'une bulle spéculative, à savoir : l'entretien de gains de productivité hors norme à même de réduire la cyclicité de la croissance et des profits ! C'est en partie, d'ailleurs, grâce à la persistance de gains de productivité élevés dans un contexte de taux d'intérêt déjà très bas, que la récession de 2002, a pu être aussi rapidement surmontée.

La seconde est celle du cycle en cours durant lequel, à l'inverse, la croissance des gains de productivité s'étiole très rapidement dès le début de l'année 2011, sans

jamais parvenir à retrouver des niveaux comparables aux cycles passés. En moyenne, la croissance des gains de productivité, une fois dépassée la période de rattrapage des deux premières années de reprise cyclique, n'a pas excédé 0,1 % par trimestre (0,4 % en rythme annualisé) ou 0,7 % pour ce qui concerne le glissement annuel, sur fond d'instabilité récurrente et très largement atypique. Il faut en effet remonter à la seconde moitié des années soixante-dix pour retrouver un contexte comparable, sur fond néanmoins de résultats près de deux fois plus élevés qu'aujourd'hui, en moyenne. La difficulté à absorber le coût des créations d'emplois en période de faible croissance de la productivité explique cette instabilité.

Croissance de la productivité horaire au cours du cycle actuel



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cycle de productivité et cycle des profits

Le cycle de productivité, on le comprend aisément, joue donc un rôle absolument central dans la nature des enchaînements conjoncturels, notamment parce qu'il dicte celui des profits et, simultanément bien que sans lien direct de cause à effet, de l'inflation.

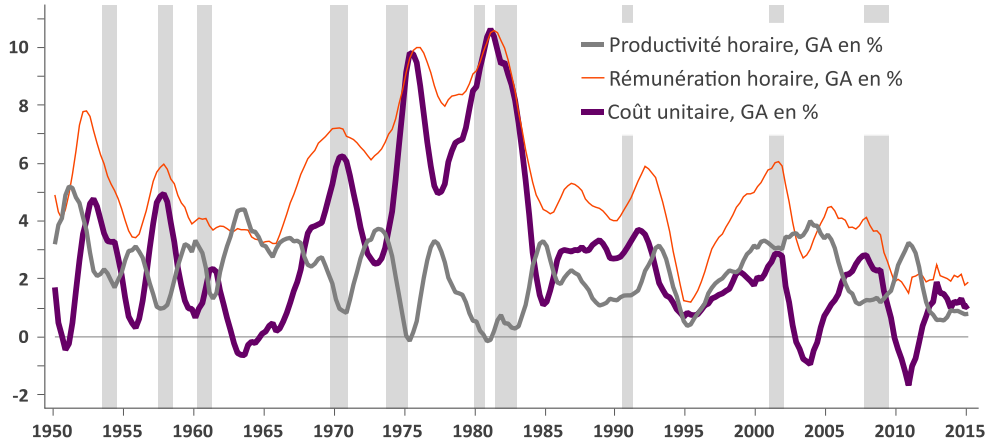
Si l'accroissement de la productivité, nous l'avons dit, est un moyen d'absorber la hausse des rémunérations, la contraction de celle-ci confisque cette possibilité. C'est bien ce rapport que mesure l'évolution du coût salarial unitaire (écart de la croissance des salaires à celle de la productivité) dont la cyclicité est dans une très large proportion liée, non pas à la seule évolution du taux de salaire, mais à la capacité qu'ont les entreprises à absorber ces dernières par leurs gains de productivité sur l'ensemble de la durée du cycle.

Prenons l'exemple d'une situation dans laquelle la croissance des salaires serait stable, de 2 % par an, face à laquelle la croissance de la productivité évoluerait de respectivement 4 % en début de cycle, à 2 % en milieu de cycle, puis -1 % en fin de cycle. À taux de salaire inchangé, l'évolution du coût salarial unitaire subirait au cours du cycle les évolutions spontanées suivantes :

- Elle se contracterait à raison de 2 % par an en début de cycle (2 % de salaires moins 4 % de productivité) ce qui correspondrait une amélioration d'autant des bénéfices des entreprises ;
- Elle remonterait à 0 % en milieu de cycle (2 % de salaires absorbés par 2 % de gains de productivité), soit une disparition du gisement de croissance des bénéfices présent en début de cycle ;
- Elle s'envolerait, enfin, au rythme + 3 % en fin de cycle, représentant une baisse d'autant des marges des entreprises ou la conservation de tout ou partie de celles-ci par la hausse des prix de vente.

Rémunération, productivité et coût unitaire du travail

GA en %, lissé sur 2 ans

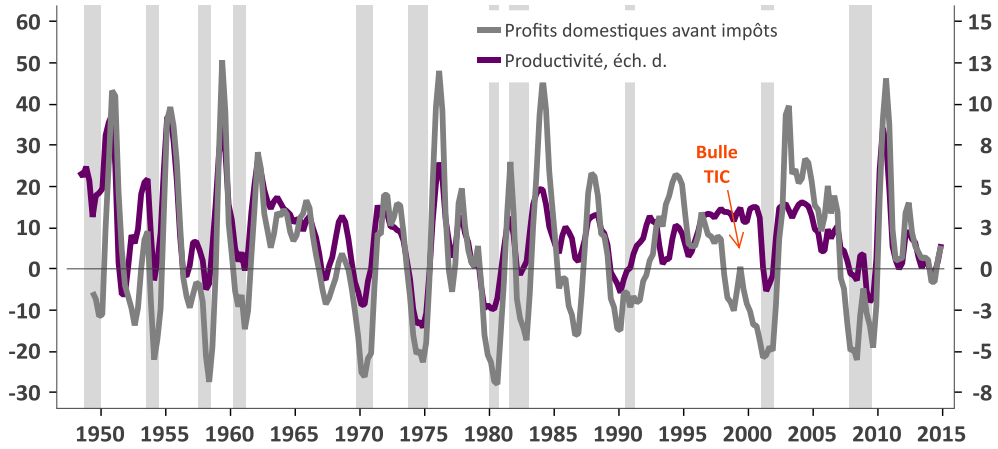


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'évolution des coûts unitaires étant inversement proportionnelle à celle de la productivité, les seules variations de cette dernière constituent un élément déterminant du cycle des profits. À de rares exceptions près, en particulier celle de la bulle des nouvelles technologies cycle de productivité et cycle des profits ont donc le même tempo, ainsi qu'illustré ci-dessous.

Productivité/tête et profits réels* aux Etats-Unis

*Déflatés de l'inflation, glissement annuel en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cycle de productivité et inflation

Au-delà de son influence dominante sur le cycle des profits, donc de l'emploi et de l'investissement, c'est le plus souvent par ses effets sur l'inflation que la productivité est appréhendée, via notamment l'évolution des coûts unitaires de production décrite précédemment. Les périodes de repli des gains de productivité réduisant la capacité des entreprises à absorber la hausse des rémunérations, elles constituent naturellement une source récurrente de tensions cyclique de l'inflation. L'exposition au risque inflationniste est d'autant plus forte que le retournement des gains de productivité se produit quasi-systématiquement, nous l'avons vu, en phase haute du cycle, coïncidente avec un bas niveau de taux de chômage, donc un risque de tensions salariales, et un haut degré d'utilisation des capacités productives générateur de coûts de production additionnels (sous-traitance, goulots de production etc…). On ajoutera que dans une économie globalisée, dans laquelle les cycles sont de plus en plus simultanés, ces caractéristiques s'accompagnent le plus souvent de tensions externes et d'une hausse des prix des matières premières.

En somme, cycle de productivité et risque inflationniste sont inversement proportionnels et très fortement liés, conditionnant *de facto* très largement l'orientation de la politique monétaire. Le signal d'un retournement des gains de productivité et celui de la hausse des coûts unitaires du travail qui lui est associé ont donc quasi-systématiquement pour effet d'accélérer le cycle de hausse des taux d'intérêt qui, en période normale, s'est enclenché dès la résorption des résidus de l'output gap de la dernière récession. S'il est une période au cours de laquelle une banque centrale doit être particulièrement vigilante à l'égard du risque inflationniste conjoncturel, c'est donc bien durant cette phase spécifique d'inversion du cycle de la productivité, au risque de créer les conditions d'une récession résultat de la combinaison :

1- de la chute des profits consécutive à celle de la productivité et, le cas échéant, à la hausse de la facture énergétique,

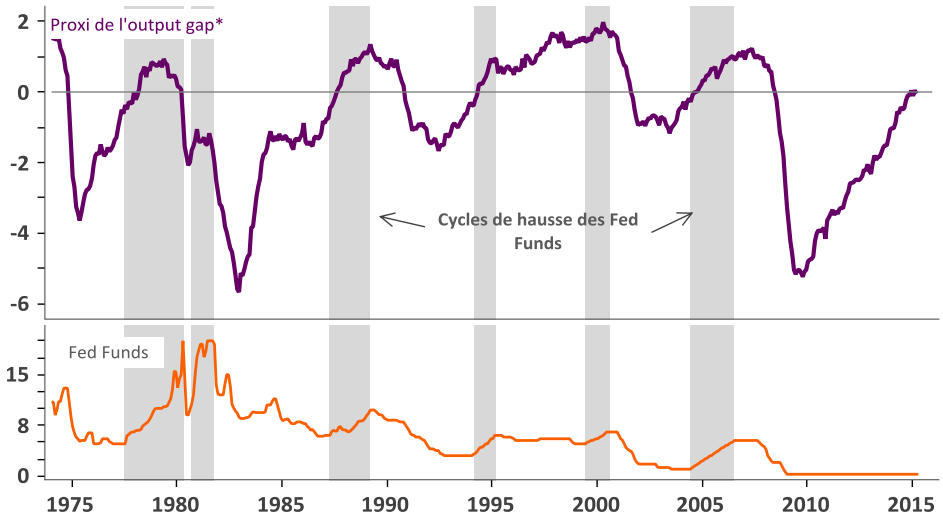
2- de l'accélération du resserrement monétaire, susceptible de s'accompagner également d'une appréciation de la devise en cas de décalage marqué avec le reste du monde.

Que retenir de l'ensemble de ces enseignements pour la période présente ?

On comprend une fois ces développements passés sous revue, les enjeux de la décision de la Fed sur le fait de devoir, ou non, amorcer un cycle de hausse de ses taux directeurs. Mais nous l'avons observé à plusieurs reprises, la situation présente n'a pas grand-chose de commun avec celle du passé.

1- L'économie n'évolue pas en surrégime, en témoigne notre indicateur de l'output gap selon lequel, l'économie américaine aurait à peine comblé l'output gap creusé par la récession de 2009.

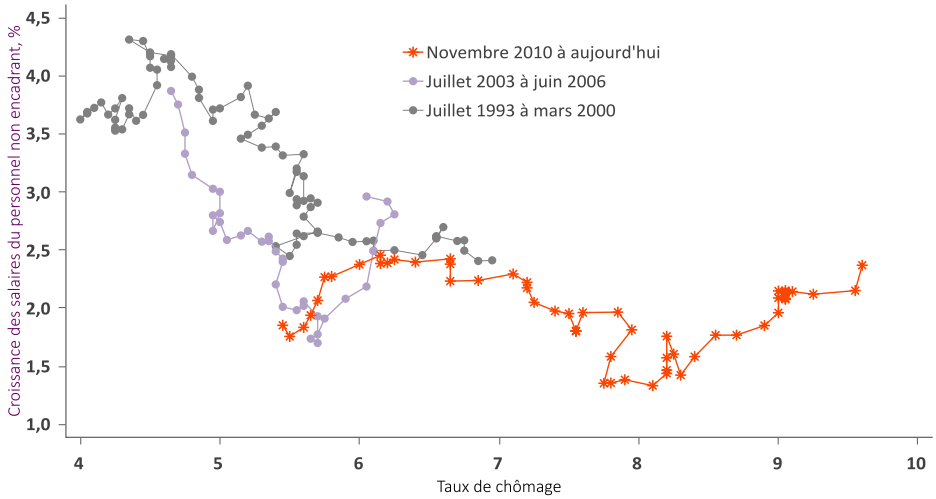
Output gap et Fed Funds



Sources: RichesFlores Research, Macrobond
*écarts pondérés du taux d'utilisation des capacités et du taux de chômage à leur tendance de LT

2- La croissance des salaires ne donne que de très faibles signes d'amélioration, l'évolution des rémunérations des emplois peu qualifiés, bien qu'un peu mieux orientée ces tout derniers mois, étant encore très largement inférieure à ce que suggère le bas niveau présent du taux de chômage.

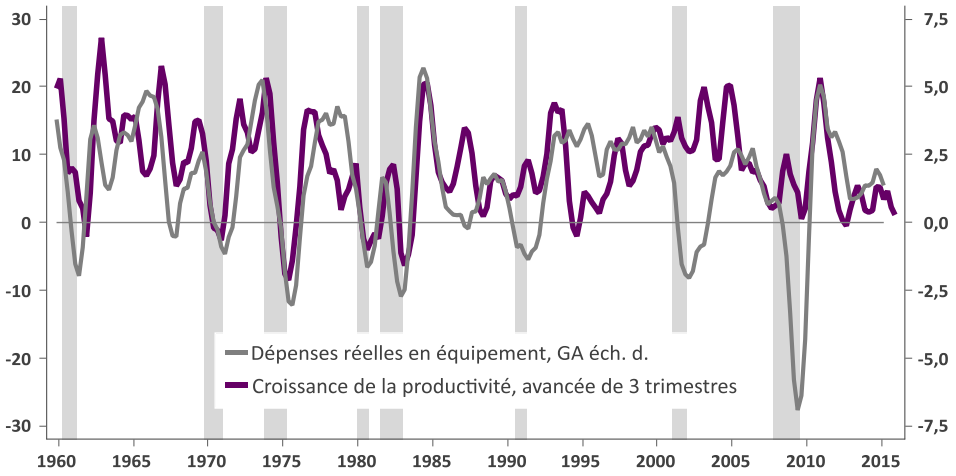
Courbe de Phillips durant les trois derniers cycles de baisse du taux de chômage



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

3- Le retournement des gains de productivité à partir des faibles niveaux antérieurs constitue un risque élevé de contraction des profits et donc de pressions à la baisse de l'investissement et de l'emploi. L'exposition de l'économie américaine à un renchérissement du loyer de l'argent est donc potentiellement très forte, susceptible, à l'évidence, d'être propulsée en récession.

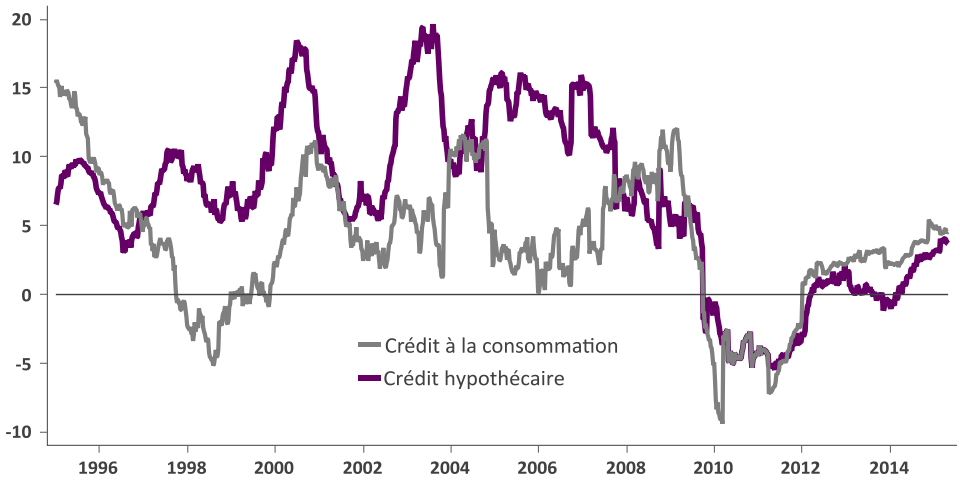
Investissement en équipement et cycle de productivité



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

4- Ajoutons à cela que la croissance du crédit n'a rien à voir avec celle qui, au cours des cycles passés, pouvait justifier un resserrement monétaire et que le choc provoqué par la hausse du dollar au cours de l'année écoulée équivaut largement à un resserrement des conditions monétaires dans le contexte présent de faiblesse de la demande domestique.

Crédits aux particuliers, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

En d'autres termes, en ternissant les perspectives conjoncturelles tout en risquant d'accroître l'impatience de la Fed, la baisse des gains de productivité est un facteur indiscutable de remontée du risque de récession que nous estimons, au vu des conditions présentes, assorti d'une probabilité de 25 % à 30 % aujourd'hui.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com