



17-10-2016

# La faible croissance actuelle est-elle un phénomène temporaire?\*

Durant les 100 dernières années nous avons connu deux périodes de croissance mondiale soutenue: la première, de 1945 à 1973, a affiché un taux de croissance moyen annuel de 2,5% et la seconde, de 2000 à 2007, une croissance moyenne de 3%.

## 1945-1973

Quels éléments peuvent expliquer ces chiffres exceptionnels?

Cela tient sans doute à la conjonction de différents facteurs. Le niveau élevé d'industrialisation - dans lequel les investissements (tant des pouvoirs publics, des entreprises que des ménages) ont joué un rôle majeur - a considérablement soutenu cette croissance économique. Les investissements ont en effet amélioré la production (le volume de services et de produits fournis par une organisation), consolidé la productivité (cf. infra) et stimulé l'économie grâce au célèbre «effet multiplicateur» qui est induit par les investissements; ceux-ci ont généré à leur tour des revenus supplémentaires et donc un regain de consommation. Cette évolution s'est poursuivie par une augmentation de l'emploi et donc par des revenus supplémentaires. Le résultat? Une réaction en chaîne sur la croissance.

Outre l'industrialisation, la croissance rapide de la population et l'urbanisation ont également joué un rôle dans cette croissance économique. En 1900, 15% de la population vivaient dans les villes, contre 30 % en 1950 sous l'effet de l'exode rural. En outre, la révolution sanitaire a provoqué une baisse de la mortalité infantile dans les villes.

D'autres éléments ont bien sûr joué un rôle dans cet essor, dont notamment la suppression des barrières commerciales.

## 1974-2000

La croissance mondiale a nettement marqué le pas au cours des années 1974-2000 (moins de 1,5% en moyenne par année). Cette atonie s'expliquait notamment par les deux crises pétrolières, le taux d'inflation élevé (résultant entre autres de la cherté des produits pétroliers) et la diminution de la quote-part de l'industrie au profit du secteur tertiaire, où des hausses de productivité sont beaucoup moins évidentes.

## 2000-2007

Au terme de cette transition caractérisée par des taux d'inflation élevés (74-99), les années 2000 à 2007 ont connu la croissance la plus soutenue (de l'ordre d'un peu plus de 3% par année).

De nombreux investisseurs l'ont attribuée à tort à Internet, alors qu'elle s'expliquait principalement par la croissance soutenue des pays émergents. Ceux-ci ont enregistré une croissance d'environ 9% dans les années 2007 et 2008, ce qui était salutaire, alors que le Japon et la zone euro étaient en berne depuis les années 2000.

## Les principaux facteurs de croissance

Arrêtons-nous un instant sur les facteurs qui déterminent la croissance.

La croissance s'explique clairement par deux facteurs déterminants: l'augmentation ou la diminution de la population et la quantité ou la valeur des marchandises ou des services produits par personne, c'est-à-dire la productivité.

Si nous examinons la population, la plupart des économistes s'attardent sur le nombre de personnes constituant la population active, c'est-à-dire la population qui participe effectivement au circuit du travail et le niveau du chômage structurel. Généralement, ce dernier n'est pas lié aux fluctuations normales de la conjoncture économique, mais résulte par exemple de la faiblesse des investissements - qui entraîne un chômage structurel - d'un déséquilibre entre les qualifications demandées par les entreprises (connaissances et compétences) et le niveau général de connaissances des ouvriers ou enfin du mauvais fonctionnement du marché du travail et de sa réglementation.

La catégorie de population comprise entre 15 et 64 ans est souvent prise comme indicateur du nombre potentiel de 'personnes actives'. Si nous prenons 2015 comme année de départ, nous observons, à l'horizon 2050, une diminution de cette catégorie de 20% en Allemagne et de 30% au Japon, soit une

baisse considérable du nombre de personnes capables de contribuer au processus de production quotidien et donc, potentiellement, d'apporter l'essentiel de la contribution à l'augmentation de la croissance des investissements (par le biais, par exemple, d'une habitation ou d'une nouvelle voiture) ou à la hausse de la consommation quotidienne.

La baisse de la natalité explique en partie cette évolution. La population au Royaume-Uni et aux États-Unis ne devrait que légèrement augmenter, respectivement +5 et +10%, à l'horizon de 2050. Une modeste progression donc.

Quoi qu'il en soit, les prochaines décennies verront divers continents confrontés à un repli de la population active. La diminution du nombre d'actifs signifie en même temps une baisse de la demande en biens et services, ce qui exercera une pression sur les débouchés des entreprises et donc sur leurs prix. Une pression réduite sur les prix signifie un repli de l'inflation, qui entraîne à son tour une diminution des taux d'intérêt. Bien sûr, le vieillissement de la population va créer une nouvelle demande de biens et de services. Mais il reste à voir comment tout cela se conjuguera avec la demande réduite de la population active.

## Productivité

En économie, la notion de productivité fait référence à l'efficience avec laquelle une entreprise est en mesure de convertir son travail et son capital (p. ex. son parc de machines) en une activité rentable. S'agissant d'un constructeur automobile par exemple, elle représente le nombre de voitures susceptibles d'être produites chaque année avec le nombre d'heures de travail prestées et les capitaux investis (p. ex. dans une ligne d'assemblage robotisée).

Au début de ce siècle, avec l'avènement et l'explosion de Internet, de nombreuses personnes ont pensé que cette révolution dans la technologie de l'information doperait la productivité pendant de nombreuses années. Les chiffres ont démontré

Cette newsletter (et les éventuels documents joints) est purement informative et ne peut en aucun cas être considérée comme une offre de produits ou de services financiers, bancaires, d'assurance ou de toute autre nature, ni comme un conseil en matière d'investissement.

Éditeur responsable : Belfius Banque SA, Boulevard Pachéco 44, 1000 Bruxelles - IBAN BE23 0529 0064 6991 - BIC GKCCBEBB - RPM Bruxelles TVA BE 0403.201.185 - N° FSMA 19649 A. Date de fin de rédaction : 17-10-2016

l'inverse. En effet, depuis 2005, nous assistons à un repli manifeste de la productivité américaine (de l'ordre de 3,5% par année, à seulement 0,5% en 2015). Ce constat de **perte de productivité** étant observé dans plusieurs pays.

Les raisons de cette érosion ont fait couler beaucoup d'encre. Une première explication doit être recherchée dans l'impact du sous-emploi des ouvriers dans les entreprises en raison de la crise financière. En effet, ces dernières souhaitent conserver leur main-d'œuvre (en attendant des temps meilleurs), quitte à la rendre sous-productive. L'arrêt des effets positifs des nouvelles technologies constitue une autre raison. Internet et les services connexes sont omniprésents, même dans les pays émergents. Les années à venir verront peut-être encore un gain de productivité différée, mais cela reste incertain.

D'aucuns expliquent encore ce phénomène par la diminution des investissements des entreprises, laquelle diffère une nouvelle hausse de la productivité industrielle. Cette semaine encore, Oyvind Schanke, le stratège en investissement du fonds pétrolier norvégien (qui gère quelque 880 milliards de

dollars d'actifs) a fait une mise en garde quant à la réduction de moitié du nombre d'introductions boursières des entreprises américaines. Des sociétés cotées en bourse procurent selon lui, en moyenne, une croissance plus élevée. Il a tout particulièrement mis en exergue le repli du nombre d'entreprises technologiques introduites en Bourse.

Enfin, l'importance croissante du secteur des Services est aussi à la base de la baisse de la productivité, vu que les gains de productivité y sont moins évidents.

Toute croissance ultérieure dépendra de deux facteurs essentiels: **la population active et le niveau de productivité de l'ensemble des salariés**. Nous en concluons qu'au cours des prochaines années le nombre d'actifs diminuera et que la productivité n'arrivera pas à compenser cet effet négatif.

Nous exposerons dans un prochain numéro de Market Info la manière dont tous ces éléments se traduisent sur les marchés financiers et les conséquences que cela aura pour les marchés obligataires et boursiers.

\* Ce numéro de Market Info a été rédigé sur la base des informations de Capital Economics, un bureau d'études spécialisé dans les questions économiques et qui fournit des analyses, des prévisions et des services de consultance indépendants.

Jan Vergote - Head of Investment Strategy  
Belfius Banque & Assurances

**Vous souhaitez de plus amples informations sur le sujet?**

N'hésitez pas à nous appeler au n° 02/222.10.22..