

LES TAUX BAS NUISENT-ILS À LA CROISSANCE?



Depuis la fin de la Crise financière, les banques centrales ont multiplié les efforts et sont sorties du cadre conventionnel pour ranimer leurs économies. Est-ce que la politique monétaire est encore l'outil approprié?

D'OÙ PROVIENT LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Daniel Ariely, Professeur de psychologie de l'Université Duke, a mené une étude auprès de travailleurs d'une usine de semi-conducteurs pour déterminer l'outil le plus efficace pour motiver les employés à produire davantage. Il appert que ceux se faisant promettre un certificat pour une pizza gratuite à la fin de la semaine ont été plus productifs que ceux se faisant promettre un bonus de 30 \$. Au sommet de la pyramide de la productivité, on retrouve les employés qui recevaient des félicitations de la part du patron en guise de récompense. Les banquiers centraux devraient prendre connaissance des résultats de cette étude un peu loufoque qui démontre que l'argent n'est pas le seul moyen d'améliorer la productivité du pays et de promouvoir la croissance.

En général, les expansions économiques peuvent être construites sur trois différents piliers: l'augmentation de la population, l'amélioration de la productivité des travailleurs ou l'endettement. Nous pouvons mettre au rancart cette dernière source puisque les économies industrialisées sont déjà aux

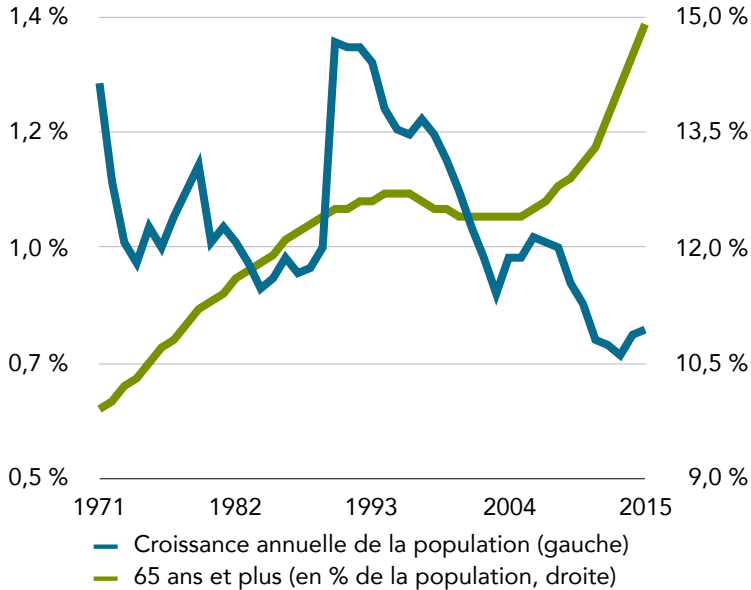
prises avec un problème de surendettement. Nous avons déjà vu le film d'horreur du levier financier excessif et il n'y a aucune raison de s'abonner à Prise 2 pour revoir son dénouement. Par ailleurs, la population est toujours en croissance, mais son rythme ralentit. Depuis le début des années 90, le taux de croissance de la population américaine est en déclin et se retrouve dorénavant sous la barre des 1 %. Les Américains font moins de bébés, mais vieillissent également. La proportion des personnes âgées de 65 ans et plus est passée de 10 % au début des années 70 à près de 15 % aujourd'hui (graphique 1). L'ouverture des frontières est une autre avenue pour relever la taille du bassin d'acheteurs, mais les effets marginaux de la mondialisation sont dorénavant faibles, voire même en retrait avec la récente montée du populisme.

Alors que les Baby Boomers se dirigent vers l'âge de la retraite, la croissance soutenue repose davantage sur les épaules de la productivité des travailleurs. Or, celle-ci a enregistré trois trimestres consécutifs de recul cette année, soit la plus longue

graphique 1

POPULATION AUX ÉTATS-UNIS

Vieillesse de la population

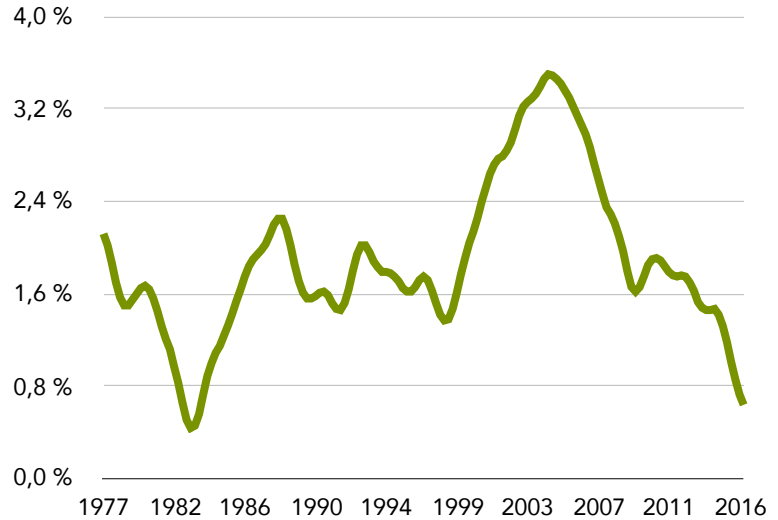


Source: FMI, Census

graphique 2

PRODUCTIVITÉ DES TRAVAILLEURS AMÉRICAINS

Moyenne mobile 5 ans de la variation annuelle



Source: Bloomberg

période de baisse depuis 1979 (graphique 2). Mise à part l'absence de pizza, plusieurs facteurs peuvent expliquer ce déclin.

Dans son ouvrage intitulé «*The Rise and Fall of American Growth*», l'économiste Robert Gordon soutient que le miracle de la productivité américaine d'antan est le fruit d'une vague d'innovations technologiques d'envergure. L'électricité, le téléphone, les voitures, la plomberie intérieure et plus récemment l'informatique et l'internet sont des facteurs qui ont révolutionné la production des travailleurs. En revanche, les avancées technologiques d'aujourd'hui ont des effets marginaux décroissants sur l'économie puisque la courbe de progression s'aplatit de plus en plus. Les ordinateurs devaient être changés aux 6 mois dans les années 90, aujourd'hui leur durée de vie peut s'étendre jusqu'à 4 ans.

La perte de productivité actuelle est cependant un phénomène mondial qui émane aussi d'une faiblesse des investissements des sociétés. À la sortie de la Crise financière, il était plus avantageux pour les sociétés de répondre à une hausse subite de la demande en augmentant les effectifs, car le capital humain, en abondance, était moins dispendieux et moins risqué qu'un investissement en capital physique. De plus, la cascade des tourments financiers depuis 2009 a rendu les sociétés plus réfractaires au risque. La Crise a enseigné aux PDG l'importance de la gestion des liquidités. Devant l'incertitude, ceux-ci préfèrent détenir des actifs financiers liquides que des actifs physiques. Ceci explique en partie l'engouement des dirigeants pour le rachat d'actions au cours des dernières années.

LA PRÉFÉRENCE DES INVESTISSEURS

Les grands mouvements démographiques ont une forte influence sur la direction des marchés financiers. Plusieurs types d'investisseurs ont une préférence marquée pour les revenus de

placement au détriment des gains en capitaux et plus la population vieillit, plus cette préférence grandit. Les retraités, les caisses de retraite, les compagnies d'assurance et les fondations doivent souvent utiliser une portion de leur portefeuille pour subvenir à leurs besoins de décaissement.

Les politiques monétaires visant à réduire les taux viennent à l'encontre des besoins financiers de ces investisseurs en réduisant considérablement leurs revenus d'intérêt. Pour combler ce manque à gagner, certains investisseurs ont soit rehaussé le montant d'épargne, changé la composition de leur portefeuille ou se sont tournés vers le marché du travail, retardant ainsi cette retraite qui devient de plus en plus inaccessible. Depuis le début de la reprise du marché du travail en décembre 2009, plus de 54 % des nouveaux emplois ont été attribués à la cohorte âgée de 55 ans et plus (tableau 1). Ce qui est encore plus frappant, c'est que cette cohorte n'a presque pas perdu d'emplois durant la Crise financière et qu'elle ne représente que 27,6 % de la population totale.

Les besoins des investisseurs changent aussi avec l'âge. Depuis le début des années 80 jusqu'au tournant du millénaire, la portion de la population âgée de 40 à 49 ans était sans cesse en croissance par rapport à la cohorte âgée de 60 à 69 ans. Cette ascension explique en partie la montée des marchés boursiers et du ratio cours-bénéfices (graphique 3). Dans la quarantaine, les investisseurs sont généralement en période d'accumulation de richesse. Leurs familles et carrières étant déjà établies, ceux-ci ont plus d'épargne et affichent un profil de risque accru avec une préférence pour les gains en capitaux, ce qui explique les multiples élevés des cours boursiers lorsqu'ils sont nombreux. En revanche, la cohorte d'investisseurs âgés de 60-69 est plus réfractaire au risque et recherche des revenus de placements stables. Or, leur poids s'approche de plus en plus de celui des 40-49 et les conséquences financières sont

tableau 1

CRÉATION D'EMPLOIS

Depuis le creux des emplois enregistrés en décembre 2009, plus de 54 % des nouveaux emplois créés ont été attribués à la cohorte âgée de 55 ans et plus.

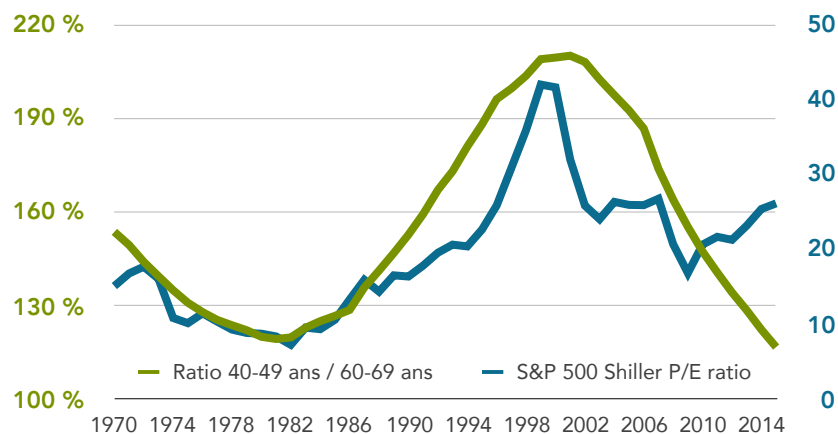
Source: bls.gov

	55 ANS +
2010	96,5 %
2011	69,3 %
2012	74,4 %
2013	32,8 %
2014	45,2 %
2015	46 %
2016 à ce jour	34,1 %
TOTAL DEPUIS 2010	54 %

graphique 3

COHORTE ÉPARGNANTE DES 40 À 49 ANS

En pourcentage de la cohorte 60 à 69 ans



Source: multpl.com, Census

multiples. En s'efforçant de maintenir les taux artificiellement bas, les banques centrales privent les « Baby boomers » des revenus d'intérêt attendus. Ces derniers ont réagi en modifiant une portion de leurs portefeuilles, substituant les revenus d'intérêt pour des dividendes de sociétés stables.

Tel qu'illustré dans une étude du Groupe Carlyle, à mesure que les taux obligataires ont fléchi en début d'année, les investisseurs ont démontré un intérêt marqué pour l'indice boursier S&P Aristocrats (graphique 4). Celui-ci est constitué d'actions de sociétés de l'indice S&P 500 qui ont suivi une politique de distribution croissante des dividendes pendant au moins 25 années consécutives. Pour les trois premiers trimestres de l'année, le rendement de cet indice axé sur les dividendes a surpassé celui du S&P 500 par près de 6 %. Cette demande accrue pour les dividendes s'effectue cependant au détriment des nouveaux projets d'investissements.

Compte tenu de cette préférence de la part des investisseurs, les dirigeants des sociétés, souvent rémunérés en fonction du rendement de leur entreprise sur les marchés boursiers, ont un incitatif à redistribuer le capital vers les actionnaires au lieu d'innover. **La politique monétaire de taux bas a donc une**

influence dans la réduction des investissements, du niveau de productivité des travailleurs et de la croissance à long terme.

LES TRAVAILLEURS ÂGÉS

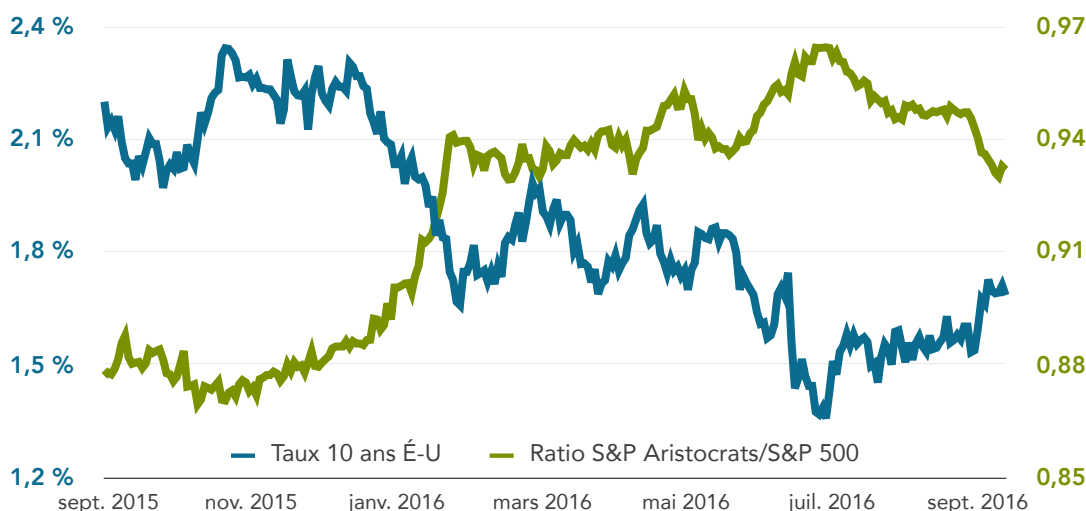
Les enjeux démographiques viennent aussi jouer un rôle au niveau de la productivité des travailleurs. Selon une étude produite par le FMI, la productivité des pays industrialisés devrait ralentir dans les années à venir puisque la main-d'œuvre prend de l'âge, surtout en Europe. Les auteurs justifient les résultats de leur étude par une santé plus précaire en vieillissant et par l'obsolescence des compétences technologiques des plus âgés par rapport à la jeune génération. Dans une économie de services à forte utilisation informatique, ce clivage des compétences a des retombées. En revanche, l'automatisation de la production industrielle a réduit l'incidence de l'âge, tandis que l'expérience professionnelle des travailleurs plus âgés les rend plus productifs. En somme, le niveau de productivité des travailleurs, étudié de façon agrégée, croît d'abord avec l'âge, culminant entre la quarantaine et la cinquantaine pour ensuite diminuer. Puisque la cohorte des 55 ans et plus prend de l'ampleur et qu'ils sont retournés en grand

graphique 4

LA RECHERCHE DE DIVIDENDES

Plus les taux fléchissent, plus les investisseurs affichent leur préférence pour les revenus de dividendes.

Source: Bloomberg



nombre sur le marché du travail, le niveau de productivité devrait ralentir dans le futur. **La politique monétaire actuelle incite les préretraités à travailler davantage, ce qui conduit vers un niveau de productivité et de croissance potentielle inférieure à long terme.**

LA POLITIQUE MONÉTAIRE A-T-ELLE CONTRIBUÉ À L'ÉLECTION DE DONALD TRUMP?

En dépit d'un profil narcissique, d'une rhétorique haineuse et de ses commentaires xénophobes et dégradants envers les femmes, Donald Trump est devenu, à la grande surprise de plusieurs, le 45^e président des États-Unis. Le résultat de cette élection illustre une grande colère qui habite la majorité des électeurs qui, depuis la crise financière, se sont sentis délaissés par l'élite politique. En effet, le revenu médian réel des ménages américains demeure toujours sous le niveau d'avant la crise, tandis que les plus nantis, notamment les banquiers américains, se sont enrichis. M. Trump a canalisé cette colère vers le commerce international, l'immigration et les politiciens de carrière. Il s'est fait élire en promettant une prospérité économique qui mise sur des réductions d'impôts, des dépenses importantes en infrastructure, une déréglementation, un resserrement des frontières et une remise en question des traités de libre-échange afin de rapatrier certains emplois au pays.

En misant sur une politique fiscale qui sert davantage les intérêts de la population que ceux de l'élite, la base électorale de M. Trump, principalement âgée de 45 ans et plus, reconnaît que la politique monétaire actuelle a atteint ses limites et nuit à l'épargne. Par contre, si M. Trump désire améliorer la productivité du pays, une emphase devra être placée sur les projets d'infrastructure qui améliore le déplacement des travailleurs et des marchandises à travers le pays.

La promesse de réduction du taux de taxation sur les profits étrangers des sociétés américaines à 10 % pourrait entraîner un rapatriement des capitaux vers les États-Unis et inciter les sociétés à investir davantage. La productivité pourrait alors s'accroître si les sociétés utilisent ces fonds pour des projets ou de la machinerie. Par contre, si les programmes de rachats d'actions sont favorisés, les valeurs boursières grimperont, mais la productivité du pays écoperait.

La réglementation a aussi une influence dans l'allocation efficace des ressources et la productivité. Près du quart des travailleurs américains doivent posséder une licence pour effectuer leur travail. Ces licences sont souvent octroyées par les différents États, ce qui cause une entrave aux travailleurs qui désirent déménager vers un autre État pour oeuvrer dans leur champ d'expertise. Une harmonisation du cadre réglementaire à travers les États aiderait à la libre circulation des travailleurs.

En revanche, le resserrement des contrôles d'immigration et la renégociation possible des traités de libre-échange nuiront à accroître la taille de la population à long terme de même que le bassin de consommateurs. Alors que le taux de croissance de la population est sous les 1 %, cette mesure protectionniste nuira

au taux de croissance potentiel tout en ayant un effet inflationniste sur les salaires.

LE POPULISME

Bien que nous soyons stupéfaits par l'arrivée de M. Trump à la Maison-Blanche, son élection n'illustre pas un soutien envers l'idéologie de l'homme, mais plutôt envers le changement de paradigme et d'ordre économique mondial qu'il représente. Les pays industrialisés sont pris d'un courant politique qui fait appel aux intérêts du peuple en opposition à ceux de l'élite. Le populisme s'étend et témoigne des inégalités de revenus (voir l'article [2 Poids, pas de mesures](#) que nous avons déjà publié) qui sont accentuées depuis la crise financière et la mise en oeuvre des politiques monétaires non-conventionnelles. Ce changement pourrait prendre de l'ampleur en Europe alors que les Français et les Allemands seront appelés aux urnes en 2017. Les dirigeants ont manqué de volonté politique pour s'attarder aux problèmes d'iniquité de revenus et les électeurs font valoir leur frustration sur les bulletins de vote. Si les gouvernements veulent conserver le pouvoir et freiner la montée des partis plus extrémistes, ils devront s'éloigner des politiques monétaires et miser sur des mesures fiscales favorisant davantage la classe économiquement délaissée. Quel que soit le chemin emprunté, le résultat risque de créer des pressions à la hausse sur les prix et les taux d'intérêt de plus long terme puisque la structure de taux faible ne cadre plus avec ce nouvel ordre dicté par les électeurs.

Est-ce que le président Trump suivra les pas du candidat Trump? Épousera-t-il un discours plus modéré? Est-ce que les électeurs européens perdront aussi confiance à l'establishment politique, préférant les candidats anti-système? Nous aurons des réponses à ces questions en 2017, mais un vent de changement semble s'installer et apporte son lot de conséquences économiques.

LES BANQUES CENTRALES ONT APPLIQUÉ LEURS MODÈLES THÉORIQUES

En réaction à la gravité de la Crise, les banquiers centraux à travers le monde ont appliqué les modèles économiques conventionnels pour raviver l'activité. La première étape fut de réduire à zéro le taux directeur afin d'abaisser les coûts de financement pour les ménages et les sociétés.

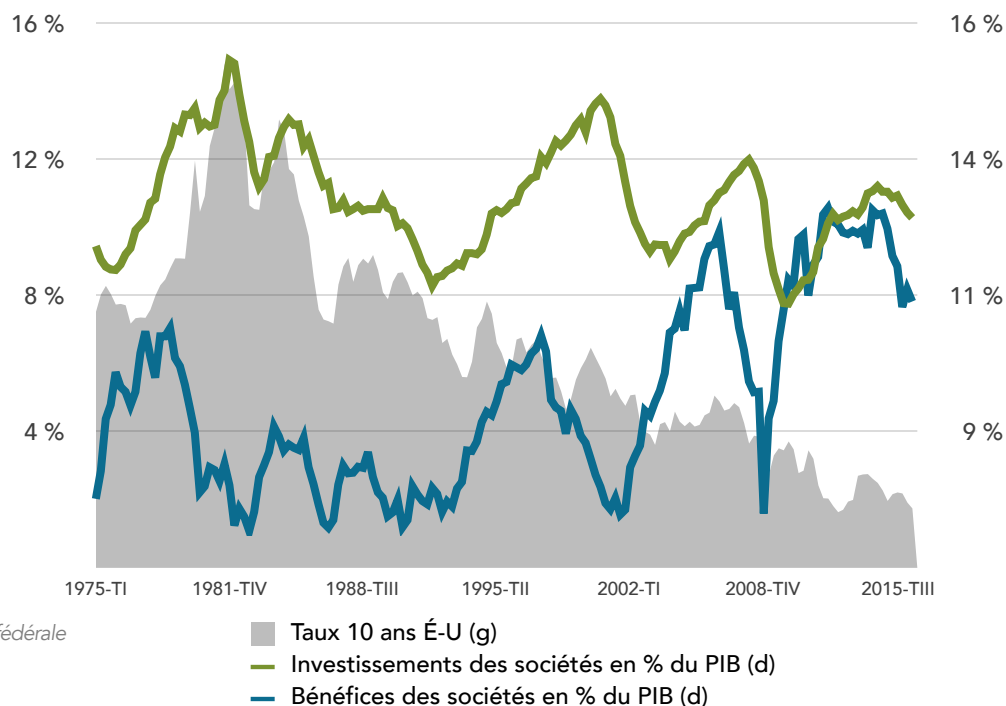
Faute de résultats à travers les taux, certaines autorités monétaires ont emprunté la voie de l'assouplissement quantitatif en espérant déplacer les investisseurs vers les actifs risqués. La hausse des cours boursiers était censée relever le niveau de confiance des sociétés, les incitant ainsi à investir, ce qui se traduit en création d'emplois, en augmentation salariale et en dépenses de consommation plus élevées.

Ces relations sont logiques en théorie, mais la vraie vie en est autrement. De prime abord, le lien entre le coût de financement et la décision d'investissement n'est pas direct. L'ancien président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, a déjà mentionné que les taux bas actuels sont le résultat d'une

graphique 5

INVESTISSEMENTS
DES SOCIÉTÉS
AMÉRICAINES

Les marges bénéficiaires semblent avoir une plus grande influence que le coût de financement dans la décision d'investissement d'une société.



absence de projets d'investissements intéressants; s'il y avait de bons projets, le capital coulerait à flots et les taux grimperaient. Cependant, si on se fie au graphique 5, les taux d'intérêt n'ont pas cessé de fléchir depuis le début des années 80, tandis que les investissements ont enregistré des fluctuations importantes. Par contre, les sociétés semblent plus disposées à aller de l'avant avec des projets d'investissements lorsque leurs marges bénéficiaires sont élevées. Compte tenu du niveau d'endettement déjà en place à travers les pays industrialisés (graphique 6), l'utilisation du loyer de l'argent ne semble plus être un outil efficace pour stimuler les dépenses en immobilisations, d'autant plus que cette approche apporte son lot de conséquences négatives pour les épargnants. Ces mesures non conventionnelles ont aussi accentué l'iniquité de revenus puisqu'elles visent à stimuler les actifs financiers, détenus en majorité par les mieux nantis.

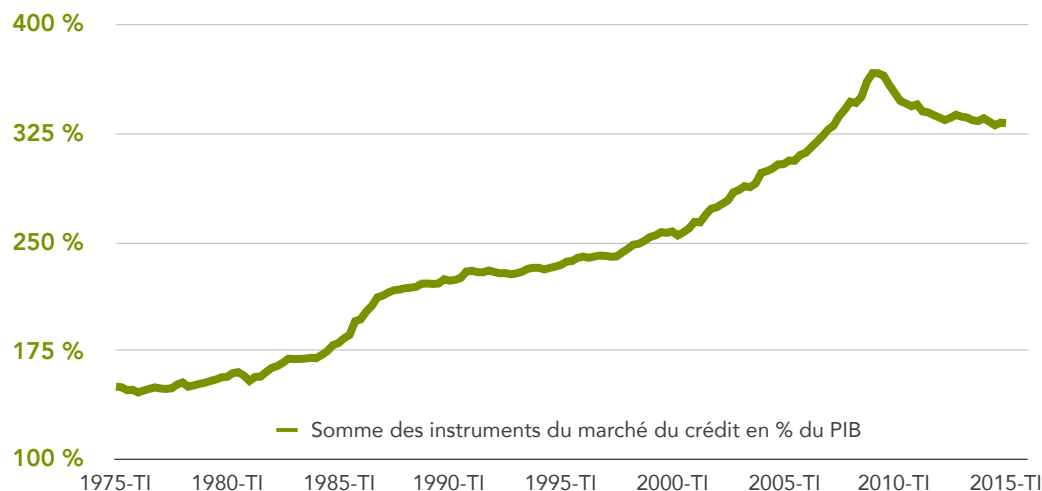
Somme toute, la structure des économies industrialisées s'est grandement transformée au cours des dernières décennies, délaissant les industries à haute teneur en capital pour celles des services. Cette réalité réduit la dépendance aux taux faibles pour initier des projets d'envergure. Les économies sont également plus endettées et plus âgées, ce qui signifie qu'une politique accommodante d'emprunt a peu d'incidence. Au contraire, les ménages plus âgés ne sont pas en mode d'endettement, mais plutôt en période d'utilisation de l'épargne pour consommer. **Le remède aux maux économiques pourrait plutôt passer par des taux plus élevés et un stimulus fiscal, c'est du moins ce que les électeurs semblent indiquer à leurs dirigeants.**

graphique 6

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE
TOUJOURS SURENDETTÉE

Bien que l'économie se soit légèrement désendettée depuis la fin de la crise financière, il y existe encore beaucoup de leviers financiers en place.

Source: Réserve fédérale et Bureau d'analyse économique





AlphaFixe Capital

L'alternative en gestion obligataire

Stéphane Corriveau, ASA
Président, directeur principal
s.corriveau@alphafixe.com

Diane Favreau, MBA, M.Sc.
Directeur principale
d.favreau@alphafixe.com

Martin Morand, ASA, CFA
Gestionnaire principal, associé
m.morand@alphafixe.com

Michel Bourque, M.Sc., CFA, CPA, CGA
Gestionnaire principal, associé
m.bourque@alphafixe.com

Sébastien Lavoie, M.Sc.
Analyste crédit, AlphaCrédit
s.lavoie@alphafixe.com

1 800 Avenue McGill College
Suite 2420
Montréal, Québec
H3A 3J6
t: 514-861-3493
www.alphafixe.com

Sébastien Rhéaume, CPA, CA, CFA
Directeur principal
s.rheaume@alphafixe.com

François Galarneau, M.Sc.
Gestionnaire principal, associé
f.galarneau@alphafixe.com

Julie Prémont, MBA, CFA
Gestionnaire principale, associée
j.premont@alphafixe.com

Marc-André Bouchard
Gestionnaire, associé
ma.bouchard@alphafixe.com

Geneviève Dubé, BA, LL.B
V-P Affaires juridiques et chef de la
conformité
g.dube@alphafixe.com

Les opinions exprimées dans la présente publication sont susceptibles de changer à tout moment en raison de changements dans le marché, les conditions économiques ou autres. Les informations et les opinions contenues dans ce document sont obtenues par des sources propriétaires et non-propriétaires jugées par AlphaFixe Capital Inc. comme fiables, mais ne sont pas nécessairement exhaustives et ne sont pas garanties quant à l'exactitude ou l'exhaustivité. Prière de noter que le contenu et les opinions exprimées dans le présent document sont confidentiels, toute reproduction est interdite sans autorisation préalable.