

THÉMATIQUE



Tristan PERRIER,
Global Views

Covid, productivité et croissance de long terme : Aggravation de la stagnation séculaire ou ré-accélération ?

L'érosion graduelle des gains de productivité dans les économies avancées, depuis plusieurs décennies, est un phénomène largement documenté pour lequel de nombreuses explications ont été proposées. Sans que cela soit certain, il est possible que la crise du Covid ait une incidence sur cette tendance de long terme. Cependant, les effets pourraient être à double sens : si, à bien des égards, les conséquences durables de la crise actuelle pourraient venir aggraver la « stagnation séculaire » en pesant sur la productivité ou les autres composantes de la croissance potentielle, il existe aussi des canaux via lesquels elles pourraient jouer positivement.

Depuis les années 1970, les gains de productivité ont progressivement décéléré dans les économies développées (d'environ 2 % alors à moins de 1 % au cours de la décennie 2010), malgré des rebonds cycliques intermédiaires (notamment à la fin des années 1990).

De nombreuses causes ont été avancées pour expliquer ce ralentissement, certaines liées à l'**offre** (déshindustrialisation et sous-investissement, faible apport en productivité des technologies de l'information), d'autres à la **demande** (vieillesse, perte de confiance suite aux crises, surendettement, inégalités) d'autres encore à des **problèmes de mesure** (difficulté à comptabiliser l'apparition de plus en plus rapide de nouveaux produits et services).

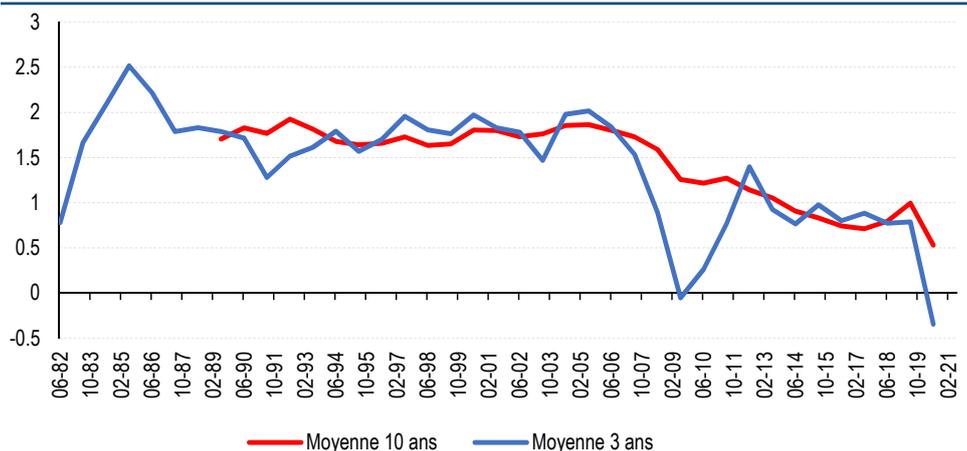
Rien ne dit, à ce stade, que la crise actuelle aura nécessairement un effet durable, positif ou négatif, sur la croissance de la productivité. Malgré

son caractère spectaculaire, propice à des extrapolations excessives, le choc de 2020-21 pourrait ne pas suffire à altérer des tendances reposant sur de nombreux facteurs ancrés dans le temps longs.

Cependant, incertain ne signifie pas impossible, et certains aspects de la crise du Covid semblent tout de même suffisamment importants pour que l'on s'interroge sur leurs éventuels effets de long terme. La crise pourrait en effet durablement altérer chacune des composantes d'une fonction de production classique : productivité générale des facteurs (PGF : productivité combinée du travail et du capital, et non pas du seul travail), stock du capital et quantité de travail. Certains de ces changements pourraient être négatifs, d'autres positifs.

Du point de vue de la PGF, certains effets négatifs pourraient affecter la croissance de long terme de la

1/ Pays de l'OCDE : gains ann. de productivité, % moyennes mobiles 3 et 10 ans



Source : OCDE, Recherche Amundi - Données à fin janvier 2020

THÉMATIQUE

Le contexte de l'après-crise pourrait être peu propice aux réformes politiques « pro-offre »

Les perturbations du système éducatif durant la crise pourraient avoir des conséquences durables

productivité, d'autres simplement générer une perte « en niveau » (c'est-à-dire n'empêchant pas la productivité de continuer de croître à la même vitesse, mais à partir d'une base plus faible):

- **La possibilité que la crise entraîne des tensions sociales ou des changements politiques, qui réduiraient la volonté ou la capacité des gouvernements à mettre en œuvre des politiques « pro-offre ».** Ces politiques, consistant généralement à réduire la protection des acteurs déjà installés face à de nouveaux concurrents sur les marchés du travail, des biens et des services, sont en général considérées comme générant des incitations durablement favorables à la productivité.
- **La possible accélération du phénomène de démondialisation,** par lequel les entreprises seraient moins exposées à la concurrence internationale, et donc moins incitées à maintenir leur compétitivité et moins en situation de réaliser d'importantes économies d'échelle.
- **Le processus de « zombification »** lié au maintien prolongé du soutien public à des entreprises peu viables et compétitives, entraînant une allocation durablement suboptimale des ressources en capital et en travail, voire une détérioration des compétences. Notons toutefois qu'il faudrait qu'une telle situation perdure pendant plusieurs années pour avoir davantage que des effets cycliques et de niveau (frein à la reprise, après que ce même soutien public a permis d'atténuer le choc récessif). Maintenu pendant plusieurs années, le processus de « zombification » rejoindrait alors le thème de l'affaiblissement des politiques « pro-offre »).
- **La possibilité que les perturbations du système éducatif durant la crise aient une incidence négative sur les compétences professionnelles d'ici quelques années.** Notons cependant, qu'il s'agit là d'un autre facteur davantage susceptible d'affecter le niveau de la productivité que sa croissance de long terme (il est établi qu'une population est d'autant plus productive qu'elle est instruite, beaucoup moins qu'elle est

en mesure de faire progresser plus rapidement sa productivité à partir d'un niveau donné).

Du point de vue du stock de capital, deux facteurs au moins pourraient jouer négativement :

- Les **niveaux élevés d'endettement**, de possibles **tensions financières** et une **confiance durablement ébranlée** pourraient être préjudiciables à la prise de risque et à l'investissement, et donc au rythme de formation du nouveau capital productif. Une **montée des faillites** en sortie de crise générerait un choc négatif en niveau via une attrition prématurée du capital qui ne trouverait pas de repreneur.

Concernant la quantité de travail, au moins trois risques peuvent également être identifiés :

- Une **moindre immigration**, liée au fait que les professions employant une forte proportion d'immigrés ont été fortement touchées par la crise, ou encore (de façon plus durable) à la possibilité que les tensions sociales ou politiques consécutives à la crise aboutissent à des politiques anti-immigration.
- La crise pourrait aussi ajouter un choc en niveau du fait de la sortie définitive de la population active de certains travailleurs suite à une période d'activité prolongée.
- Des **conséquences négatives sur la natalité** pourraient être observées, avec une incidence de long terme sur la population active.

Enfin, en plus des facteurs d'offre constitutifs d'une fonction de production, il est possible que la croissance soit également durablement affectée par un affaiblissement structurel de la demande. Ceci pourrait provenir (comme la réduction de l'investissement), de comportements de prudence (préférence pour l'épargne) ou de l'endettement élevé. L'hausse des inégalités sociales (plus forte concentration des revenus et richesses auprès de populations à fort taux d'épargne) pourrait également y contribuer.

Cependant, d'autres conséquences de la crise pourraient, à l'inverse, jouer favorablement sur la croissance de long terme, notamment via la

THÉMATIQUE

Le télétravail pourrait avoir d'importantes implications de long terme sur le logement et les transports

hausse de la PGF. De tels facteurs pourraient inclure :

- L'occasion fournie par la crise de **réaliser des progrès techniques et de tester et développer de nouvelles formes d'organisation.** Le recours massif au télétravail, à l'éducation et au commerce en ligne, ainsi que les innovations médicales, en sont les illustrations les plus évidentes. En référence aux théories portant sur les cycles d'innovation, il est possible, par exemple, que la crise accélère la phase dite « de diffusion large » de technologies de l'information qui n'étaient jusqu'à présent qu'en phase dite « de découverte » et donc n'avaient pas encore généré tous leurs apports potentiels en termes de productivité.
- **Les implications étendues du télétravail** (bien au-delà du gain ou de la perte de productivité de l'employé passé au télétravail lui-même) sur les **entreprises** (baisse des coûts, accès à un pool plus large de compétences, nouvelles possibilités de délocalisations) et sur les **infrastructures territoriales** (transports et logement, entre autres).
- La possibilité que les importants **plans de relance publics soient efficacement ciblés sur l'innovation** (une ambition clairement affichée du plan européen NGEU).
- **Un possible effet de « sélection naturelle » par élimination des entreprises les plus fragiles** (présumées moins productives) lorsque les protections publiques seront retirées. Ce processus pourrait toutefois moins jouer que lors des crises passées, le Covid étant un facteur exogène touchant avant tout

les entreprises, même bien gérées en fonction de leur secteur d'activité.

La crise du Covid peut donc, en plus de générer des chocs ponctuels « en niveau » sur la TFP, le capital et la quantité de travail, être porteuse de forces très contradictoires pour la productivité et la croissance à long terme. Il est trop tôt pour quantifier chacun de ces effets et, encore plus, pour en déterminer le solde net, et ce d'autant plus que la crise du Covid n'est pas terminée (si elle devait se prolonger, ses conséquences négatives ponctuelles en seraient accrues, mais ses conséquences durables n'en deviendraient probablement qu'encre plus ambiguës).

On peut toutefois avancer que les politiques menées par les gouvernements dans l'immédiat après-crise joueront un rôle important pour départager ces forces contraires. Au vu des éléments présentés ci-dessus, les principaux défis, pour les autorités publiques, afin de maximiser les chances que la crise du COVID soit, in fine, une source de transformations positives, seront probablement : 1/de veiller à ce que la dynamique de réformes « pro-offre » ne s'éteigne pas ; 2/de maintenir durablement un soutien conséquent à la demande, mais sans cristalliser les rigidités ; 3/d'être très attentifs à ce que les plans de relance soient bien ciblés vers l'innovation productive (dans un contexte où les tentations seront probablement nombreuses, du point de vue politique, de les utiliser à d'autres fins).

Achevé de rédiger le 18 février 2021

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Nora Carol Photography

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégiste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégiste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit