

Commentaire sur les marchés

3 JUIN 2024

RJL Stratégie et placement (Canada) | RJIInvestment.StrategyCanada@raymondjames.ca
Neil Linsdell, responsable de la stratégie de placement | 438.843.0150 | Neil.Linsdell@raymondjames.ca

Relier les points pour comprendre le problème de la productivité

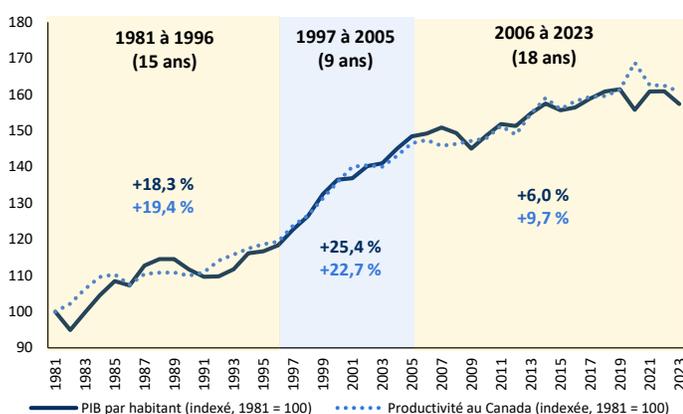
Le Canada est aux prises avec un problème de productivité que même la première sous-gouverneure de la Banque du Canada a qualifié d'« urgence ». Récemment, la recrudescence des manchettes sur le terme « productivité » a captivé l'attention des gens, mais qu'est-ce que cela signifie réellement et quelles sont les répercussions sur les marchés financiers et même sur le niveau de vie des Canadiens?

La productivité : le principal moteur du niveau de vie et de la croissance à long terme des bénéfices des entreprises

Pour mieux comprendre l'importance et les graves répercussions de la productivité sur une économie, commençons par quelque chose de plus familier : le PIB, ou le produit intérieur brut. Le PIB représente la valeur totale de tous les biens et services produits à l'intérieur des frontières d'un pays. Divisé par la population du pays, on obtient le « PIB par habitant », qui est aussi couramment utilisé comme indicateur du niveau de vie d'un pays. Bien qu'il ne soit pas tout à fait juste de comparer directement le PIB par habitant entre les pays dans tous les cas en raison des différences de coût de la vie, nous pouvons procéder à des ajustements pour tenir compte du pouvoir d'achat, et cela peut être utile pour mesurer l'évolution du niveau de vie dans un pays au fil du temps.

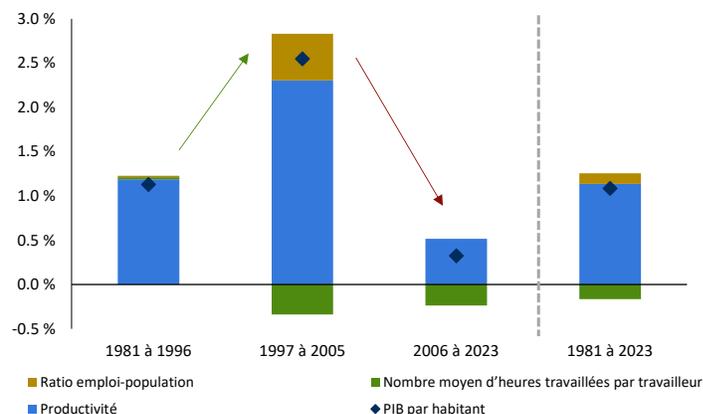
La décomposition du PIB par habitant fait apparaître trois facteurs principaux : (1) la productivité, (2) le nombre moyen d'heures travaillées par travailleur et (3) le ratio emploi-population. En examinant la tendance à long terme du PIB par habitant et de la productivité, nous constatons qu'ils évoluent généralement en tandem (graphique 1). En outre, quel que soit le rythme de croissance du PIB par habitant et le contexte macroéconomique, la productivité reste le principal facteur d'influence, comme le montre la répartition (graphique 2), les autres facteurs étant plus cohérents. Ainsi, sans nécessairement entrer dans les détails du calcul de la productivité, nous comprenons son rôle essentiel dans le cadre économique. La productivité détermine le niveau de vie, c'est pourquoi la Banque du Canada (BdC) s'est montrée très préoccupée par son déclin au cours des dernières années.

Graphique 1 - PIB par habitant et productivité au Canada depuis 1981



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2023. Intervalles de temps définis par le taux de croissance.

Graphique 2 - Facteurs contribuant à la croissance du PIB par habitant (annualisé)



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2023. Intervalles de temps définis par le taux de croissance.

Parmi les trois facteurs contribuant au PIB par habitant, le « nombre moyen d'heures travaillées par travailleur » a eu une faible incidence négative, ce qui reflète sa stabilité relative, mais sa diminution progressive au fil du temps. Le « ratio emploi-population » a apporté une contribution positive, en particulier de 1997 à 2005, en raison de l'augmentation du nombre de personnes en âge de travailler et de la création d'emplois au Canada. Toutefois, cette contribution est marginale par rapport à celle de la productivité. Le principal facteur est l'augmentation de la production par heure travaillée, ce que mesure la productivité.

Veillez lire les renseignements sur la divulgation et les risques au pays et à l'étranger à partir de la page 6

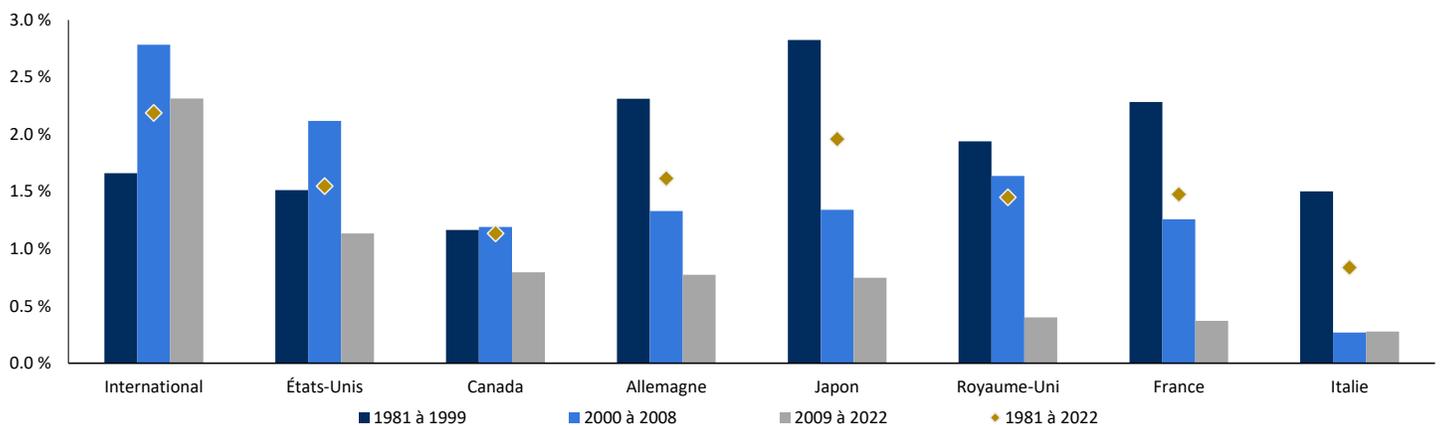
Raymond James Ltée. 1400 - 100 rue Yonge, Toronto, ON, Canada M5C 2W1

Cela explique également pourquoi un boom démographique alimenté par une immigration accrue depuis 2021 n'améliore pas nécessairement le niveau de vie, et peut même y nuire. En conséquence, le gouvernement a l'intention de commencer à réduire l'immigration en 2025. Il n'y a qu'un nombre limité de nouveaux emplois disponibles pour absorber la main-d'œuvre supplémentaire, et sans une augmentation significative de la production par travailleur, le PIB par habitant ne peut pas augmenter de manière substantielle. De même, en ce qui concerne la question de l'inflation, la productivité constitue un moyen de protéger l'économie d'une inflation élevée. Les employeurs moins productifs sont davantage touchés par les coûts de main-d'œuvre qui doivent être répercutés sur leurs clients. En revanche, les entreprises plus productives ont tendance à mieux maîtriser leurs coûts et à payer de meilleurs salaires. Par conséquent, l'objectif principal consiste désormais à stimuler la productivité, comme l'a souligné la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, Carolyn Rogers, dans son discours du 26 mars¹, dans lequel elle décrit la situation comme une « urgence ».

La productivité et la croissance de la main-d'œuvre sont deux moteurs importants du PIB réel (PIB au-delà du taux d'inflation). Il faut également rappeler qu'à long terme, la croissance du PIB détermine le potentiel sous-jacent des entreprises qui exercent leurs activités dans un pays. Tout obstacle à la croissance, tel qu'un retard de productivité, entrave également la croissance et les bénéfices des entreprises, ce qui touche les évaluations boursières des sociétés publiques et la valeur des portefeuilles de placements.

La position du Canada en matière de croissance de la productivité parmi les pays du G7 met en évidence le besoin urgent d'amélioration (graphique 3). Au cours des 42 dernières années, le Canada s'est laissé distancer par tous les autres pays du G7 en ce qui concerne la croissance annualisée de la productivité sur l'ensemble de cette période, à l'exception de l'Italie. S'il est compréhensible que les pays émergents connaissent des taux de croissance plus élevés que les pays développés, comme le montre la croissance de la productivité mondiale supérieure à celle des pays du G7, la croissance de la productivité du Canada est restée relativement stagnante, se situant au bas de l'échelle des pays du G7 entre 1981 et 2008. Pendant ce temps, le Japon et les pays d'Europe ont connu une croissance significative avant 2000, et les États-Unis ont connu une résurgence de la croissance de la productivité depuis la fin des années 1990 jusqu'en 2008, grâce aux placements et à la diffusion des technologies. Depuis l'après-crise financière mondiale jusqu'en 2022, la croissance de la productivité du Canada a été équivalente à celle de l'Allemagne et du Japon, supérieure à celle du Royaume-Uni, de la France et de l'Italie, mais toujours nettement inférieure à celle des États-Unis.

Graphique 3 - Croissance de la productivité des pays du G7 sur différentes périodes (annualisée, ajustée pour les parités de pouvoir d'achat)



Source: The Conference Board, Total Economy Database – Output, Labor and Labor Productivity (Production, travail et productivité du travail). Raymond James Ltée; données à la fin de l'année 2022.

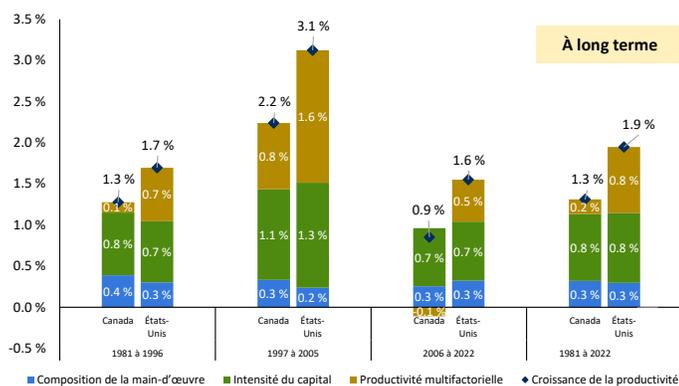
Les placements : la clé pour stimuler la productivité

Quelles sont donc les raisons du retard de productivité du Canada? La productivité mesure la quantité de production par heure travaillée, calculée comme le PIB divisé par le nombre total d'heures travaillées dans une économie. Pour mieux comprendre les principaux moteurs, nous pouvons décomposer la croissance de la productivité selon les trois facteurs suivants :

1. **La composition de la main-d'œuvre** : elle reflète les effets sur la croissance de la productivité de l'amélioration des compétences, mesurée par l'augmentation des niveaux d'expérience et d'éducation de la main-d'œuvre.
2. **L'intensité du capital** : elle reflète les effets de l'investissement en capital sur la croissance de la productivité, indiquant dans quelle mesure les travailleurs sont plus productifs grâce à de meilleurs outils, équipements et infrastructures.
3. **La productivité multifactorielle (PMF)** : elle saisit les effets des progrès technologiques, des améliorations de l'efficacité et d'autres facteurs non pris en compte par la composition de la main-d'œuvre et l'intensité du capital, tels qu'un environnement macroéconomique favorable.

Si l'on examine la répartition des facteurs de croissance de la productivité au Canada et aux États-Unis, on constate que la contribution de la composition de la main-d'œuvre reste stable, à environ 0,3 %, dans les deux pays, et qu'elle est généralement beaucoup moins importante que les deux autres facteurs (graphique 4). Le récent ralentissement de la croissance de la productivité (de 2006 à 2022) est davantage attribué à un déclin substantiel de la croissance de la productivité multifactorielle et à une croissance plus faible de l'intensité du capital par rapport à la période de 1997 à 2005, qui a été caractérisée par une explosion des placements dans les technologies de l'information et de la communication (TIC). Il convient de noter que les placements des entreprises tendent à améliorer la productivité au moyen de l'intensité du capital et de la productivité multifonctionnelle. Par exemple, les placements dans les technologies de l'information et de la communication peuvent augmenter le capital social par travailleur si le nombre de travailleurs augmente à un rythme plus lent, tout en améliorant l'efficacité. Toutefois, il est pratiquement impossible de déterminer les contributions précises des différents types de placements des entreprises à chacun de ces canaux. Une autre constatation est que l'écart de croissance de la productivité entre le Canada et les États-Unis est principalement attribuable à la productivité multifactorielle, ce qui indique un manque relatif de placements des entreprises au Canada.

Graphique 4 - Répartition de la croissance de la productivité (annualisée)



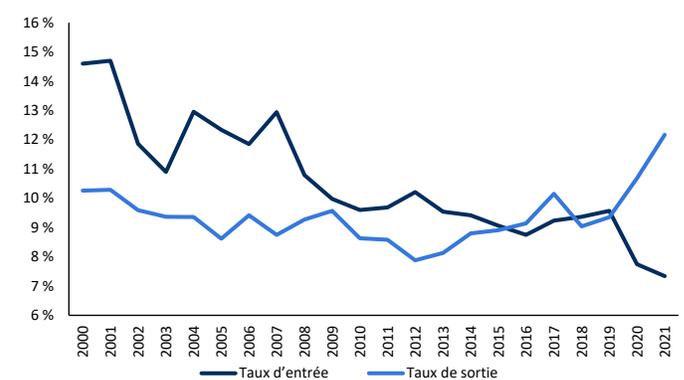
Source: Statistique Canada. U.S. Bureau of Labor Statistics, Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2022. Intervalles de temps définis par le taux de croissance.

Une concurrence limitée : la plus grande préoccupation

Le principal frein à la croissance de la productivité au Canada est la faiblesse des placements des entreprises, dont la cause première (la faible concurrence) est la plus préoccupante. Selon le rapport publié par Statistique Canada en février dernier², une baisse de la concurrence entraîne une baisse des placements, alors que la concurrence favorise les placements entre les sociétés. Dans son discours du 26 mars, la première sous-gouverneure de la Banque du Canada, Carolyn Rogers, a également souligné que « les entreprises deviennent plus productives lorsqu'elles sont exposées à la concurrence. La concurrence pousse les entreprises à devenir plus productives en innovant et en trouvant des moyens d'être plus efficaces¹. »

Les taux d'entrée et de sortie (des entreprises au pays) servent d'indicateurs de la concurrence. Au Canada, des taux d'entrée élevés sont généralement synonymes de concurrence intense, qui stimule à son tour les placements. Toutefois, le taux d'entrée a chuté de 12,9 % après 2006 à seulement 7,3 % après la COVID-19 (graphique 5). De même, des taux de sortie élevés indiquent généralement que les occasions de placements diminuent en raison d'une faible demande ou d'une forte concentration du marché, et les sociétés des secteurs présentant des taux de sortie élevés sont moins incitées à effectuer des placements. Le taux de sortie a atteint un nouveau sommet en 2021, à 12,2 %. Le taux d'entrée plus faible et le taux de sortie plus élevé suggèrent une diminution de la concurrence au Canada, ce qui explique en partie le ralentissement significatif

Graphique 5 - Un taux d'entrée plus faible et un taux de sortie plus élevé au Canada



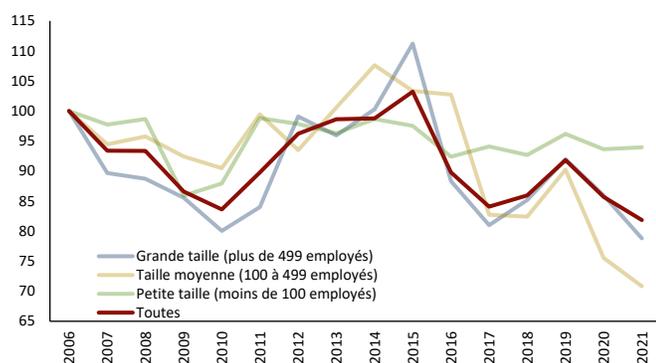
Source: Statistique Canada, base de données de la Fiche de microdonnées longitudinales de comptes nationaux (FMLCN), Raymond James Ltée. Les taux d'entrée et de sortie sont des moyennes pondérées par branche d'activité en fonction de l'emploi; données au 2021.

de la productivité depuis 2006 environ.

Les niveaux de concurrence limités dans de nombreux secteurs au Canada sont le résultat de barrières à l'entrée relativement élevées, érigées directement ou indirectement par le gouvernement. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)³, le degré de restriction du Canada en matière d'investissement direct étranger est nettement plus élevé que celui des autres pays du G7, se classant 18^e sur 80 pays en 2020 (les États-Unis se classant 33^e, l'Italie 48^e, le Japon 49^e, la France 53^e, le Royaume-Uni 56^e, et l'Allemagne 67^e). Les barrières à l'entrée pour les entreprises étrangères, les monopoles d'État et les réglementations explicites limitant la concurrence protègent collectivement plus de 30 % de l'économie, selon des estimations prudentes⁴. En outre, le Rapport sur la paperasse au Canada⁵ souligne que le coût de la paperasse et le coût des réglementations nécessaires augmentent considérablement à mesure que la taille de l'entreprise diminue, de même que le temps annuel consacré à la réglementation par employé. Ce surcroît de temps et de ressources pèse lourdement sur les entrepreneurs, ce qui a des répercussions négatives sur leur productivité multifactorielle en raison d'une efficacité réduite. Un tel environnement n'est pas propice à la promotion de l'esprit d'entreprise. Depuis 2000, après une brève période d'accélération entre 1997 et 1999, la croissance de l'emploi indépendant est restée inférieure à celle de l'emploi dans les secteurs privé et public.

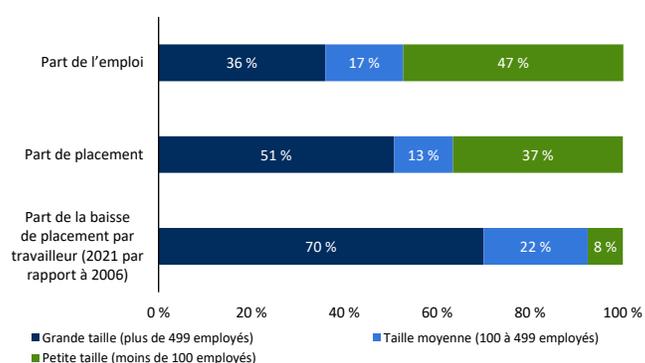
La baisse des placements par travailleur en fonction de la taille de l'entreprise démontre en outre que l'absence de pression concurrentielle réduit la nécessité pour les entreprises établies d'adopter de nouvelles méthodes et technologies. Les placements par travailleur dans les grandes et moyennes entreprises ont chuté de 21 % et 29 %, respectivement, entre 2006 et 2021, tandis que les petites entreprises ont connu une tendance relativement stable, mais ont tout de même diminué de 6 % (graphique 6). La diminution des placements par travailleur est disproportionnellement plus importante pour les grandes et moyennes entreprises (graphique 7). Au-delà de la concurrence limitée, deux autres principaux facteurs contribuent à cette tendance. Tout d'abord, les placements par travailleur dans les grandes entreprises ont été affectés par l'effondrement des prix du pétrole et du gaz en 2014, étant donné qu'une part importante des entreprises du secteur du pétrole et du gaz sont contrôlées à l'étranger. Deuxièmement, on observe un glissement des placements matériels vers les placements immatériels, qui est plus prononcé dans les grandes et moyennes entreprises. Les placements immatériels sont plus difficiles à appréhender à l'aide des méthodes de mesure existantes. Néanmoins, la baisse des placements par travailleur persiste même si l'on exclut ces facteurs. Comme l'a mentionné Carolyn Rogers, le Canada est à la traîne par rapport à ses concurrents mondiaux en ce qui concerne les placements dans la machinerie, les équipements et, surtout, la propriété intellectuelle¹.

Graphique 6 - Placement par travailleur selon la taille de l'entreprise (indexé, 2006=100)



Source: Statistique Canada, base de données de la Fiche de microdonnées longitudinales des comptes nationaux (FMLCN), Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2021.

Graphique 7 - Contribution à la baisse des placements selon la taille de l'entreprise



Source: Statistique Canada, base de données de la Fiche de microdonnées longitudinales des comptes nationaux (FMLCN), Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2021.

Il est intéressant de noter que, contrairement à la tendance historique à long terme où la croissance des bénéfices des entreprises et la croissance de la productivité sont relativement alignées, il y a eu une divergence notable entre leurs taux de croissance au cours des deux dernières décennies, à l'échelle mondiale. Au Canada, la croissance annualisée du bénéfice par action (BPA) des entreprises publiques de grande et moyenne capitalisation a été de 5 à 6 %, tandis que le BPA des entreprises de petite capitalisation a augmenté de 3 %, mais la croissance de la productivité a été inférieure à 1 %. Cet écart est probablement attribuable à plusieurs facteurs : le renforcement significatif de l'intégration mondiale, qui a considérablement réduit le coût des intrants pour certaines entreprises; un marché du travail robuste alimenté par les immigrants, qui a limité la croissance des salaires; et un environnement de taux d'intérêt bas, qui a réduit les coûts de financement. En outre, la concurrence limitée a donné aux acteurs existants dans de nombreux secteurs un pouvoir de fixation des prix plus important, ce qui a stimulé leurs marges. Toutefois,

le monde étant de plus en plus fragmenté et la probabilité d'un retour à des taux d'intérêt très bas s'amenuisant, nous pensons que la plupart de ces tendances sont proches de leur apogée. À long terme, la croissance du PIB, soutenue par l'augmentation de la productivité et de la main-d'œuvre comme indiqué précédemment, sera le principal déterminant de la rentabilité sous-jacente des entreprises au Canada.

Prochaines étapes

Sur une note positive, les décideurs politiques de ce pays semblent bien conscients de l'importance de la croissance de la productivité. Ils comprennent qu'un protectionnisme excessif peut freiner la motivation des entreprises à effectuer des placements et que les incertitudes politiques posent des problèmes aux entreprises. Malgré l'augmentation proposée de l'impôt sur les gains en capital dans le budget de 2024, qui pourrait décourager l'entrepreneuriat au Canada, différents niveaux de gouvernement se sont efforcés d'encourager les sociétés d'État, comme la Banque de développement du Canada (BDC), à financer les petites et les moyennes entreprises afin d'accroître leur appétit pour le risque et de faciliter le flux de capitaux vers les entreprises canadiennes. En outre, le Bureau de la concurrence du Canada a plaidé en faveur d'une plus grande concurrence dans plusieurs secteurs, notamment les télécommunications, l'épicerie et les services financiers.

À l'avenir, étant donné que nous prévoyons que la croissance des bénéfices des entreprises deviendra progressivement conforme avec la croissance de la productivité, nous maintenons une perspective optimiste à long terme sur les secteurs nord-américains au cœur des grandes tendances actuelles, comme la transformation et l'électrification de l'énergie propre, l'intelligence artificielle et la relocalisation. Ces secteurs sont susceptibles d'être confrontés à une concurrence intense et d'attirer constamment des placements accrus de la part des pouvoirs publics et du secteur privé.

Du point de vue des placements, nous pensons qu'il est utile d'examiner quelle région, quel pays ou quel secteur pourraient être bien positionnés pour une croissance de la productivité afin d'obtenir des rendements supérieurs à la moyenne. Cela implique que les décideurs politiques maintiennent et soutiennent un environnement propice à la concurrence et à l'esprit d'entreprise. Pour l'instant, les États-Unis semblent être le meneur dans ce contexte, même si nous restons optimistes et pensons que les gouvernements et les particuliers canadiens ont la possibilité de reprendre l'élan.

¹Carolyn Rogers (2024), L'heure a sonné : réglons le problème de productivité au Canada, Banque du Canada, <https://www.banqueducanada.ca/2024/03/heure-sonne-reglons-probleme-productivite-canada/>

²Wulong Gu (2024), Ralentissement des investissements au Canada après le milieu des années 2000 : le rôle de la concurrence et des actifs incorporels, Statistique Canada, <https://www150.statcan.gc.ca/n1/pub/11f0019m/11f0019m2024001-fra.htm>

³OCDE (2023), Restrictivité de l'IDE, OCDE Data, <https://data.oecd.org/fdi/fdi-restrictiveness.htm>

⁴Vincent Geloso (2020), Barriers to Entry and Productivity Growth (Barrières à l'entrée et à la croissance de la productivité), Fraser Institute, <https://www.fraserinstitute.org/sites/default/files/barriers-to-entry-and-productivity-growth-4day-week-essay.pdf>

⁵Marvin Cruz, Keyli Kosiorek, Laura Jones et Taylor Matchett (2021), Rapport sur la paperasserie au Canada, sixième édition, Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, <https://www.cfib-fcei.ca/fr/rapports-de-recherche/rapport-sur-la-paperasserie-au-canada>

RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS À L'ATTENTION DES ÉPARGNANTS

Tous les renseignements au sujet des sociétés couvertes par Raymond James peuvent être consultés à l'adresse : Information <https://raymondjames.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>

Le présent bulletin est préparé par l'équipe Groupe gestion privée de Raymond James Ltée (RJL) aux fins de diffusion aux clients de détail de RJL. Il ne s'agit pas des résultats du Service de la recherche de RJL.

Toutes les opinions et les recommandations reflètent le jugement de l'auteur à cette date et peuvent changer. Les recommandations de l'auteur peuvent être fondées sur une analyse technique et tenir compte ou non des renseignements figurant dans les rapports de recherche fondamentale publiés par RJL ou ses sociétés affiliées. L'information provient de sources jugées fiables, mais son exactitude ne peut être garantie. Ce bulletin est présenté uniquement à titre indicatif. Il ne vise pas à fournir des conseils d'ordre juridique ou fiscal. Chaque situation étant différente, les particuliers doivent chercher à obtenir des conseils en fonction de leur situation. Le présent document ne constitue ni une offre de vente ni une sollicitation d'offre d'achat de quelque titre que ce soit. Il est destiné à être diffusé uniquement dans les territoires où RJL est inscrite. RJL, ses dirigeants, ses administrateurs, ses mandataires, ses employés et leur famille peuvent de temps à autre détenir une position en compte ou à découvert dans les titres mentionnés dans le présent document et se livrer à des opérations contraires aux conclusions indiquées dans le présent bulletin. RJL peut assurer la prestation de services bancaires d'investissement ou d'autres services pour les sociétés mentionnées aux présentes, ou solliciter des services bancaires d'investissement auprès de ces dernières. Les valeurs mobilières sont offertes par l'intermédiaire de Raymond James Ltée, membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Les services de planification financière et d'assurance sont offerts par l'intermédiaire de Raymond James Financial Planning Ltd., qui n'est pas membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

Des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et des coûts peuvent tous être associés aux placements dans les fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis. Leur valeur fluctue fréquemment, et leur rendement passé n'est pas garant de leur rendement futur. Les résultats présentés ne doivent pas être considérés comme étant une garantie de rendement pour l'avenir. Les résultats individuels varieront, et les frais de transaction liés à un placement dans ces titres auront une incidence sur leur rendement global.

Certaines des valeurs mobilières mentionnées dans le présent bulletin peuvent comporter un risque plus élevé. Les clients doivent communiquer avec leur conseiller pour vérifier si les titres sont compatibles avec leur tolérance au risque et leurs objectifs de placement.

L'information à l'égard des titres à risque élevé, moyen et faible est disponible auprès de votre conseiller.

RJL est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

© 2024 Raymond James Ltée.