

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Le taux de chômage structurel (1)

- **Le taux de chômage d'équilibre:**
 - Pas d'accélération/décélération de l'inflation (NAIRU).
 - Difficile à estimer.
 - Cf. les variations dans le temps des estimations de l'OCDE (évaluations de mai 2018 sauf en rouge).

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Taux de chômage structurel										
Etats-Unis					4,7	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Etats-Unis OCDE 2017					5,0	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9
Zone euro					9,0	8,9	8,8	8,7	8,5	8,3
Allemagne					5,3	5,0	4,7	4,3	4,1	4,0
Allemagne OCDE 2017					5,4	5,2	4,9	4,8	4,7	4,7
France					9,1	9,1	9,2	9,2	9,1	8,9
Taux de chômage observé/estimé										
Etats-Unis	9,3	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,3	3,9
Zone euro	9,6	10,1	10,2	11,4	12,0	11,6	10,9	10,0	9,1	8,3
Allemagne	7,6	7,0	5,9	5,4	5,2	5,0	4,6	4,2	3,8	3,4
France	9,1	9,2	9,1	9,8	10,3	10,3	10,4	10,1	9,4	8,7

Le taux de chômage structurel (2)

- **Les déterminants du chômage structurel.**
 - Le chômage « frictionnel » incompressible lié au temps nécessaire pour retrouver un emploi (en France environ 20% des salariés changent d'emploi chaque année). Difficile de passer sous les 4%...
 - Les imperfections du marché du travail.
- **Le chômage « volontaire ».**
 - Une protection sociale trop généreuse qui n'incite pas à reprendre un emploi.
 - **« trappe à pauvreté »: ce phénomène peut être durable pour les salariés les moins qualifiés.**
 - Mais les trappes à pauvreté peuvent aussi cacher du « chômage involontaire »: les salariés voudraient travailler temps plein et ne trouvent que du temps partiel mal rémunéré.
- **Le chômage « involontaire » lié à la rigidité des salaires.**
 - En principe, le chômage crée un mouvement de ralentissement des salaires et de désinflation, qui, **à terme**, résout le problème.
 - Mais problème du salaire minimum...
 - ...et du poids des « insiders » qui cherchent en moyenne sur un cycle économique à s'opposer à la modération salariale.

Le taux de chômage structurel (3)

- **Le salaire minimum.**

- Un obstacle aux créations d'emplois s'il est fixé trop haut.
- Mais d'autres avantages.... (moins un outil de redistribution qu'un outil de protection des salariés les moins qualifiés). **Voir le complément sur le NAIRU.**

- **Les « insiders » ayant un emploi.**

- Des « insiders » bien organisés peuvent limiter l'ajustement des salaires.
- A noter, l'effet sur l'emploi est assez subtil.... En période de ralentissement, ils peuvent accepter une modération salariale pour sauver leurs emplois. Mais dès que cela va mieux, ils vont privilégier la hausse des salaires aux embauches. Ce sont les variations du chômage plus que le niveau du chômage qui va alors jouer sur les salaires.
- Effet d'hystérésis: un choc négatif aura des effets durables. Cela rend le chômage structurel difficile à estimer. Sans chocs négatifs, on peut espérer revenir très progressivement à un taux de chômage faible avec une croissance modérée.
- Mais il y a malheureusement toujours des chocs, et donc en moyenne un chômage structurel!
- A noter: dans certains pays nordiques, les « insiders » ont souvent fait preuve d'altruisme... **Voir l'article du FT de septembre 2017 sur le lien dropbox.**

Le taux de chômage structurel (4)

- **Le rôle des coûts de licenciement (question largement débattue en France...).**
 - Quel impact sur les négociations salariales?
 - Ils renforcent les insiders....
 - Donc créateurs de chômage structurel dans un modèle à « insiders » (cf. le Royaume-Uni et les réformes Thatcher). Pas nécessairement autrement (cf. historiquement l'Allemagne).
 - Mais la question des coûts de licenciement en s'arrête pas à celle du chômage structurel. Coût de l'assurance et impact sur la productivité et les salaires à long terme?
 - La protection des salariés peut avoir des avantages – formation professionnelle - ou des inconvénients – faible motivation - en ce qui concerne la productivité.
- **Le rôle des gains de productivité.**
 - Importants dans une boucle prix-salaires traditionnelles:

$$\dot{w} = \alpha \dot{p} + (1 - \alpha) \dot{p}_{-1} - \gamma \dot{U} - \delta \Delta U + c$$

$$\dot{p} = \mu \dot{w} + (1 - \mu) \dot{w}_{-1} - \pi$$

$$U^e = \frac{c - \pi}{\gamma}$$

Le taux de chômage structurel (5)

- **Le rôle des gains de productivité.**

- Mais ce rôle disparaît probablement à très long terme (les salariés ajustent leurs exigences salariales).
- Pas un seul long terme... Le NAIRU peut pour différentes raisons se modifier.

$$\dot{w} = \alpha \dot{p} + (1 - \alpha) \dot{p}_{-1} - \gamma U - \delta \Delta U + c + \pi$$

$$\dot{p} = \mu \dot{w} + (1 - \mu) \dot{w}_{-1} - \pi$$

$$U^e = \frac{c}{\gamma}$$

- **Quel chômage dans la moyenne des scénarios dans 10 ans?**

- **Etats-Unis:** flexibilité et précarité, 4-4,5% (proche du frictionnel). Grosse bizarrerie dans les nouvelles (26/09) prévisions de la Fed: 4,5% à long terme mais 3,5% en 2019-2020 sans accélération de l'inflation??? Crainte d'affoler les marchés?
- **Allemagne:** « insiders » raisonnables et réformes du marché du travail (mais salaire minimum...), 4-4,5% (ils sont déjà en dessous!).
- Autres pays de la zone euro: possibilité de baisse sensible, mais espérons qu'il n'y aura pas trop de chocs... Rappel: taux de 7% en France en 2007 – baisse des charges sur les bas salaires - sans tensions inflationnistes. Mais l'OCDE met à court terme un NAIRU autour de 9%.

Le taux de chômage structurel (6)

- **Le taux de chômage d'équilibre dans 10 ans?**

- 4-4,5% aux US.
- 4-4,5% en Allemagne.
- 6% en France... si tout va bien.

Rappel des prévisions OCDE:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Taux de chômage structurel										
Etats-Unis					4,7	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Etats-Unis OCDE 2017					5,0	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9
Zone euro					9,0	8,9	8,8	8,7	8,5	8,3
Allemagne					5,3	5,0	4,7	4,3	4,1	4,0
Allemagne OCDE 2017					5,4	5,2	4,9	4,8	4,7	4,7
France					9,1	9,1	9,2	9,2	9,1	8,9
Taux de chômage observé/estimé										
Etats-Unis	9,3	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,3	3,9
Zone euro	9,6	10,1	10,2	11,4	12,0	11,6	10,9	10,0	9,1	8,3
Allemagne	7,6	7,0	5,9	5,4	5,2	5,0	4,6	4,2	3,8	3,4
France	9,1	9,2	9,1	9,8	10,3	10,3	10,4	10,1	9,4	8,7

L'évolution de la productivité du travail (1)

- **L'origine des gains tendanciels de la productivité du travail.**
 - Les innovations technologiques.
 - L'automatisation.
 - Le progrès technique dans le secteur des biens d'investissement a un impact très favorable (i.e. « double dividende » : effet direct sur la production du secteur, baisse des prix des biens d'équipement et automatisation des autres secteurs), cf.. Les US à la fin des années 90.
 - L'amélioration des qualifications des employés et de la gestion des ressources humaines.
 - Les illusions statistiques.... (réallocations sectorielles, erreurs de mesure, prise en compte des nouveaux produits et services: vrais et faux gains de productivité!).
- **La productivité du travail dépend beaucoup du cycle économique (i.e. à court terme de la demande):**
 - Une chute de l'activité dégrade mécaniquement la productivité (délais dans les licenciements).
 - Effet de court terme (**cycle de productivité**).
 - Un impact plus durable peut venir **d'un impact sur l'investissement** (moins de renouvellement des machines, moins d'investissement dans la R&D ou la formation du personnel).
- **La crise de 2008, suivie d'une reprise initialement assez molle, a ainsi brouillé les tendances longues de la productivité.**

L'évolution de la productivité du travail (2)

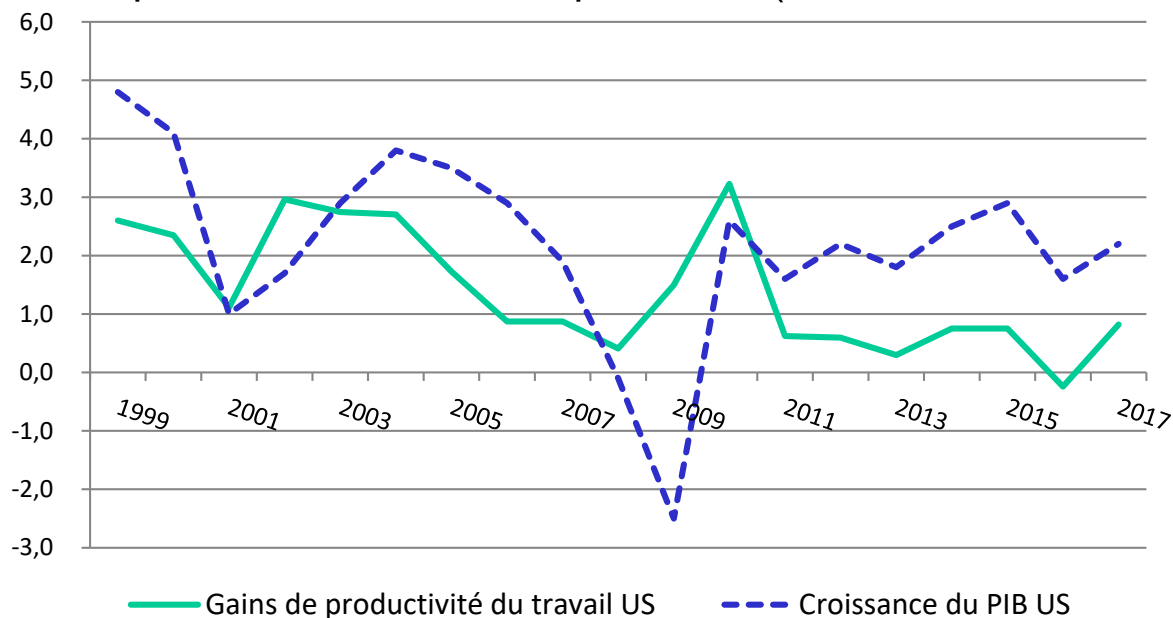
Tendances de la productivité du travail

	1987-1997	1998-2007	2008-2017
Etats-Unis	1,3	2,0	0,9
Zone euro	1,8	1,1	0,3
Allemagne	2,0	1,1	0,3
France	1,7	1,2	0,4
Italie	1,8	0,2	-0,5
Espagne	1,3	0,0	1,2

Source: Perspectives économiques de l'OCDE - Juin 2018

■ Mais le ralentissement cyclique semble cacher une inflexion plus fondamentale.

- Enorme surprise aux Etats-Unis depuis 2014 (et faiblesse 2006-2007 revisitée...).



- Epuisement des gains de productivité liés à l'informatisation généralisée? Vieillesse? Excessive concentration des entreprises? Erreurs de mesure??

L'évolution de la productivité du travail (3)

- **Un débat très actif aux Etats-Unis: le paradoxe de la robotisation sans productivité!**
 - Si il y a erreur de mesure, cela a des conséquences également sur l'évaluation de la tendance du pouvoir d'achat.
 - « Globalistes » contre « Populistes »....
 - Voir les papiers et articles – notamment celui assez récent de Martin Wolf du FT - qui sont mis sur mon lien dropbox.
- **A retenir:**
 - Il y a probablement depuis assez longtemps un biais négatif dans la mesure de la productivité, car on mesure difficilement l'amélioration tendancielle de la qualité dans certains domaines (produits pharmaceutiques, éducation...). **De plus, la prise en compte de nouveaux produits est très délicate (question du « surplus du consommateur »).**
 - Mais pourquoi une aggravation du biais depuis 10 ans? Quelques traits marquants:
 - Qualité des services améliorée par internet/applis mobiles (réservations diverses). Il y a les emplois informatiques créés, pas le gain en qualité.
 - Problème complexe des nouveaux produits gratuits (réseaux sociaux, journaux, moteur de recherche). Pas dans le PIB (en dépit des évaluations du surplus du consommateur – voir l'article de Harford dans le FT), mais les emplois dans le secteur de la publicité qui finance y sont. Difficultés importantes dans le secteur des médias traditionnels et baisse importante (apparente) de productivité!
 - Mais en général, on considère que les ordres de grandeur sont très insuffisants pour expliquer l'essentiel de la surprise récente (2014-2017) aux US.
 - Question ouverte (et largement du ressort des théoriciens de la statistique...)!