

# **Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille**

**Olivier Davanne**

# Où en sommes nous?

---

- Le fondamentaliste pur a besoin de prévisions économiques à très long terme.
- On décompose généralement ces prévisions en deux étapes: l'analyse des conditions de l'équilibre économique à long terme et les modalités à court et moyen terme de convergence vers cet équilibre.
- Nous allons consacrer plusieurs séances à la première étape: comment analyser l'équilibre économique vers lequel on se dirige à long terme?
- **Quatre ou cinq séances sur les équilibres de long terme.**
  - Quel niveau d'activité économique à l'équilibre, disons dans 5-10 ans?
  - Quel taux de croissance tendanciel de l'activité économique à cette date?
  - Quels taux d'intérêt d'équilibre à cet horizon?
  - Quelle rentabilité des entreprises (part des profits dans la valeur ajoutée) à cet horizon?
  - Quel taux de change d'équilibre à cet horizon?
- **Malheureusement, la théorie est en général assez claire, mais les chiffrages incertains!**

## *L'activité économique dans 5-10 ans et au-delà.*

---

- **On peut supposer que le taux de chômage sera à son niveau d'équilibre.**
  - NAIRU: Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment
  - Un chômage anormalement élevé crée un processus de désinflation qui rétablit l'équilibre....
  - Gains de compétitivité – baisse des taux d'intérêt (pour les pays qui le peuvent!).
  - Le retour à l'équilibre peut cependant être très lent pour les pays dans un zone monétaire....
  - ... et menacé par le piège de la déflation structurelle.
- **A noter: Le NAIRU est un concept clef à la fois pour l'analyse du long terme et du court terme. A court terme, l'inflation doit accélérer si le chômage est inférieur au NAIRU.**
- **La productivité du travail sera à un son niveau normal, compte-tenu du capital matériel et surtout immatériel de l'économie (i.e. technologies et capital humain).**
  - Deux questions: les tendances lourdes des gains de productivité...
  - .... la possibilité d'un rattrapage face à une situation initialement anormale.
- **Au final, quatre questions clefs pour les économistes du long terme:**
  - La croissance tendancielle de la population active.
  - Le NAIRU.
  - La croissance tendancielle de la productivité du travail.
  - Les éventuels rattrapages (question particulièrement d'actualité aujourd'hui!).

# *La croissance tendancielle de la population active (1)*

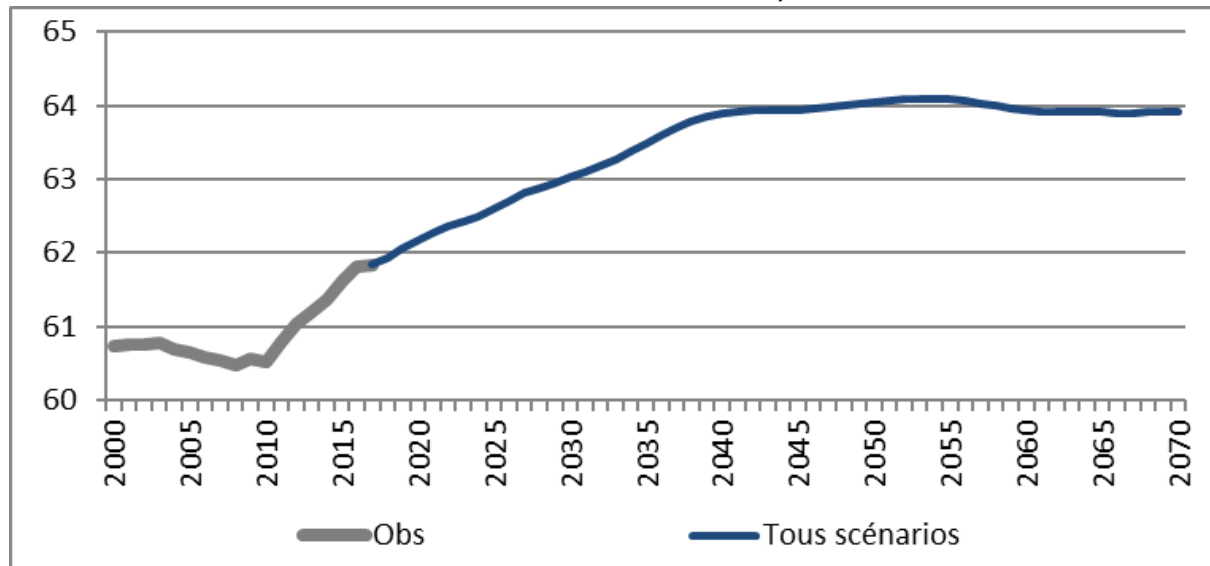
---

- **Définition:** la population active est composée de ceux qui veulent travailler (Emploi+Chômage)
- **Deux dimensions:**
  - Un effet purement démographique (fécondité, espérance de vie, migrations...)
  - Des changements dans les taux de participation.
- **L'évolution des taux de participation:**
  - L'impact de la conjoncture (un chômage anormalement élevé fait baisser le taux de participation: chômeurs découragés, étudiants poursuivant leurs études, seniors partant en retraite).
  - Des évolutions « sociologiques » tendanciennes (poursuite d'études longues, travail féminin, vieillissement et seniors découragés).
  - **Des différences structurelles importantes entre les pays en fonction notamment de l'organisation du système de retraite.**
- **Croissance tendancielle de la population active probablement proche de 0 dans les pays industrialisés sur les deux prochaines décennies:**
  - Mais interrogations sur les migrations.
  - Et à court terme, réformes des régimes de retraite dans certains pays.
  - **Dans tous les pays, des institutions de référence proposent des évaluations.**

## La croissance tendancielle de la population active (2)

### Le cas de la France:

- Particulièrement bien analysé par l'INSEE et le COR (Conseil d'Orientation des Retraites).
- Un relèvement progressif de l'âge effectif de départ à la retraite (de 61,8 à environ 64 ans, **même sans nouvelles réformes**).



### Une croissance tendancielle de la population active légèrement positive en France .

Rythme annuel de croissance moyen	2010-2020	2021-2030	2031-2040	2041-2050	2051-2060	2061-2070
Population active	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%

(Source: COR, rapport annuel juin 2018)

## 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 novembre 2019 sauf en rouge).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Taux de chômage structurel</b>											
<b>Etats-Unis</b>						4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
<b>Etats-Unis OCDE 2017</b>						4,9	4,9	4,9	4,9		
<b>Zone euro</b>						8,6	8,4	8,2	8,0	7,9	7,8
<b>Allemagne</b>						4,6	4,2	3,8	3,7	3,7	3,7
<b>Allemagne OCDE 2017</b>						4,9	4,8	4,7	4,7		
<b>France</b>						9,1	9,0	9,0	8,9	8,7	8,5
<b>Taux de chômage observé/estimé</b>											
<b>Etats-Unis</b>	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9	3,7	12,9
<b>Zone euro</b>	10,2	10,2	11,4	12,0	11,6	10,8	10,0	9,1	8,2	7,6	10,3
<b>Allemagne</b>	7,0	5,9	5,4	5,2	5,0	4,6	4,2	3,8	3,4	3,2	4,6
<b>France</b>	9,2	9,2	9,8	10,3	10,3	10,3	10,0	9,4	9,0	8,4	11,3

## 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.**



## 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).
- **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 quid du comportement des insiders s'il y a une reprise rapide après l'épidémie?? 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... malgré le Covid...

*Rappel des prévisions OCDE:*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Taux de chômage structurel</b>											
<b>Etats-Unis</b>						4,2	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
<b>Etats-Unis OCDE 2017</b>						4,9	4,9	4,9	4,9		
<b>Zone euro</b>						8,6	8,4	8,2	8,0	7,9	7,8
<b>Allemagne</b>						4,6	4,2	3,8	3,7	3,7	3,7
<b>Allemagne OCDE 2017</b>						4,9	4,8	4,7	4,7		
<b>France</b>						9,1	9,0	9,0	8,9	8,7	8,5
<b>Taux de chômage observé/estimé</b>											
<b>Etats-Unis</b>	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9	3,7	12,9
<b>Zone euro</b>	10,2	10,2	11,4	12,0	11,6	10,8	10,0	9,1	8,2	7,6	10,3
<b>Allemagne</b>	7,0	5,9	5,4	5,2	5,0	4,6	4,2	3,8	3,4	3,2	4,6
<b>France</b>	9,2	9,2	9,8	10,3	10,3	10,3	10,0	9,4	9,0	8,4	11,3