

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

**Olivier Davanne**

## Où en sommes nous?

---

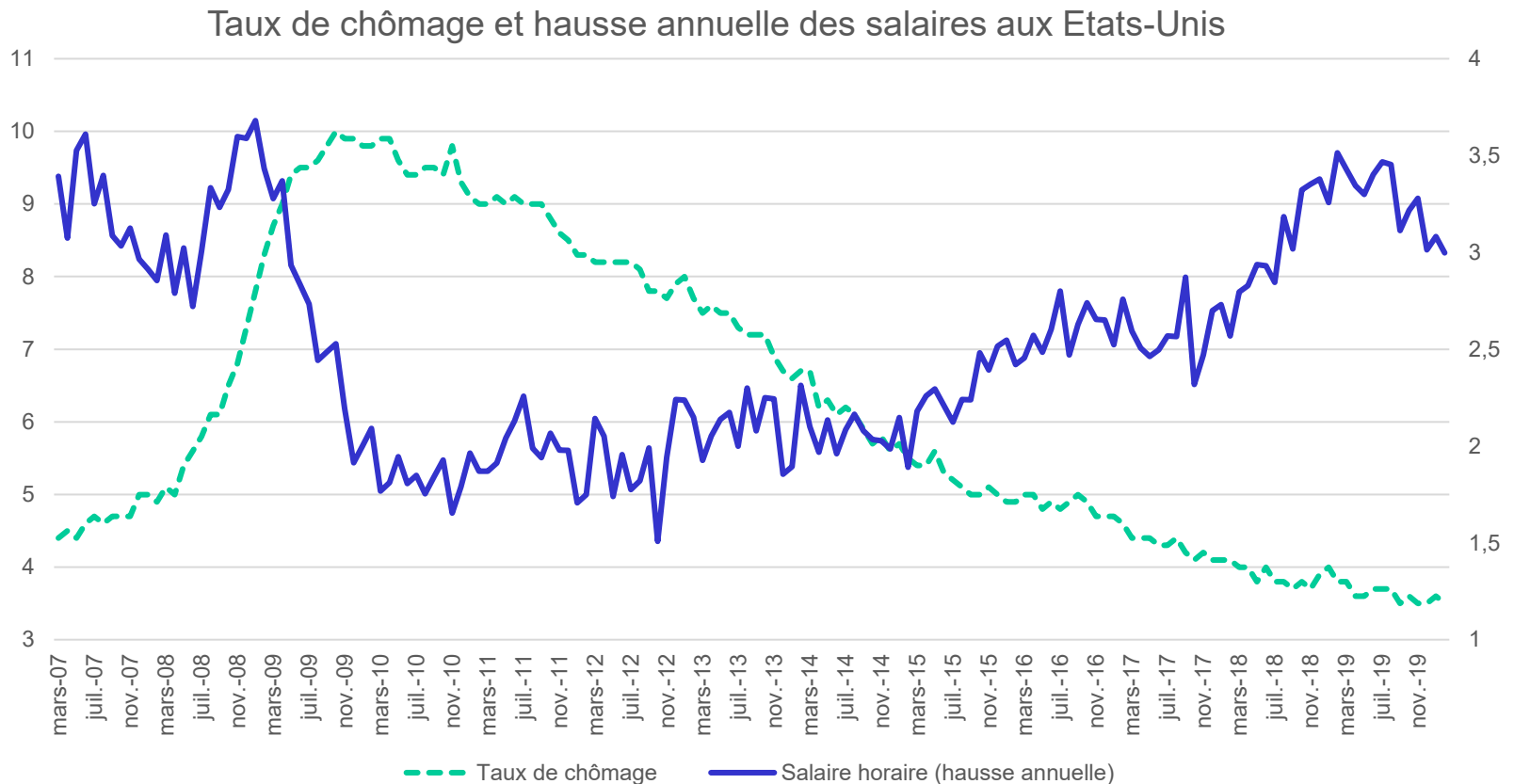
- Nous avons étudié les déterminants du chômage structurel (celui qui permet dans la durée la stabilisation du taux d'inflation).
- **A retenir:**
  - Chômage frictionnel: difficile de passer sous le seuil de 3%-4% de taux de chômage compte tenu du temps nécessaire pour trouver un emploi.
  - Chômage « volontaire »: les prestations sociales peuvent freiner la recherche d'emploi, en général temporairement (allocations chômage dégressives dans le temps).
  - Chômage involontaire lié à la rigidité des salaires qui peut empêcher structurellement le marché du travail de s'équilibrer (salaire minimum mal géré et/ou modes inefficients de négociations salariales).
  - **Dans beaucoup de pays, le marché du travail fonctionne pas mal et le chômage structurel semble proche du frictionnel (Etats-Unis, Allemagne...).**
- Attention à l'effet d'hystérésis associé aux négociations salariales menées par les « insiders »: l'évolution des salaires dépend alors au moins autant de la variation du chômage que de son niveau. Cela rend difficile l'estimation du taux de chômage structurel dans un pays comme la France.

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

# Les débats actuels sur le NAIRU aux Etats-Unis (1)

Aux Etats-Unis, la dynamique inflationniste des dernières années – surtout 2019! - a été difficile à analyser – voir l'article The Economist – et la Fed s'appuie moins sur le concept pour déterminer sa politique monétaire.

NB: Le graphique s'arrête en février 2020, avant l'impact du Covid



## Les débats actuels sur le NAIRU aux Etats-Unis (2)

- Aux Etats-Unis, les prévisionnistes utilisaient d'ailleurs le NAIRU avec précaution avant le Covid....



### *Natural Rate of Unemployment Estimated at 4.1 Percent*

In third-quarter surveys, we ask the forecasters to provide their estimates of the natural rate of unemployment — the rate of unemployment that occurs when the economy reaches equilibrium. The forecasters peg this rate at 4.10 percent.

### *Median Estimates of the Natural Rate of Unemployment*

Survey Date	Percentage Who Use the Natural Rate	Median Estimate (%)	Low (%)	High (%)
2002:Q3	50	5.10	3.80	5.50
2003:Q3	41	5.00	4.31	5.40
2004:Q3	46	5.00	4.00	5.50
2005:Q3	50	5.00	4.25	5.50
2006:Q3	53	4.95	4.00	5.50
2007:Q3	52	4.65	4.20	5.50
2008:Q3	48	5.00	4.00	5.50
2009:Q3	45	5.00	4.00	6.00
2010:Q3	50	5.78	4.50	6.80
2011:Q3	42	6.00	4.75	7.00
2012:Q3	49	6.00	4.75	7.00
2013:Q3	63	6.00	4.75	7.00
2014:Q3	65	5.50	4.50	6.70
2015:Q3	62	5.00	4.25	5.80
2016:Q3	56	4.80	4.50	5.50
2017:Q3	44	4.50	3.50	5.00
2018:Q3	34	4.30	3.80	4.60
2019:Q3	33	4.10	3.88	4.60
2020:Q3	48	4.10	3.50	6.00

# *L'évolution de la productivité du travail (1)*

---

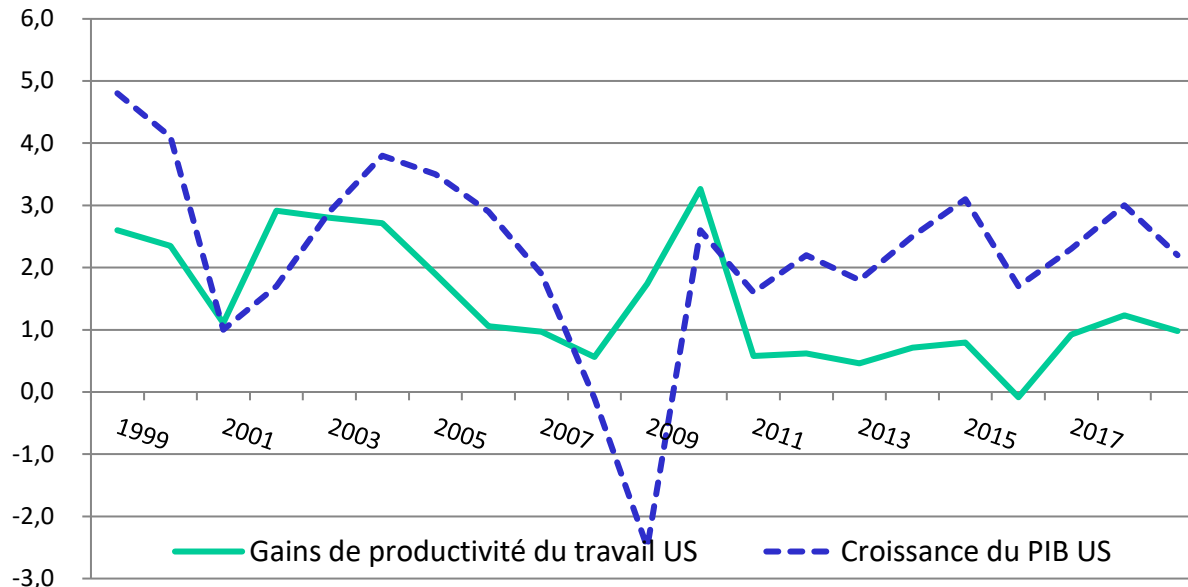
- **L'origine des gains tendanciels de la productivité du travail.**
  - Les innovations technologiques.
  - L'automatisation.
  - Le progrès technique dans le secteur des biens d'investissement a un impact très favorable (i.e. « double dividende » : effet direct sur la production du secteur, baisse 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	2008-2019	2011-2020
Etats-Unis		1,3	2,1	1,0	0,7
Zone euro		1,8	1,1	0,4	0,6
Allemagne		2,0	1,1	0,3	0,7
France		1,7	1,2	0,5	0,7
Italie		1,8	0,1	-0,4	-0,2
Espagne		1,3	0,0	1,0	0,7

Source: Perspectives économiques de l'OCDE - Novembre 2019

- **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 l'inflation et de la tendance du pouvoir d'achat.**
  - Voir les deux articles du FT de 2018 qui sont mis sur mon site.
- **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 » (2006-2019) aux US.
  - Question ouverte (et largement du ressort des théoriciens de la statistique...)!

## ***Quel ordre de grandeur pour la croissance à long terme?***

---

- **Une arithmétique simple: Croissance de la population active + Retour du taux de chômage sur le taux structurel + Croissance à long terme de la productivité du travail.**
- **Ordres de grandeur souvent mentionnés pour la décennie (2020-2029).**
  - 1,5%-2% aux US (0,5% de croissance de la population active, chômage inchangé et 1-1 ½% de gains de productivité).
  - Seulement 1,0%-1,5% dans la zone euro (population active à peu près stabilisée, un peu de baisse du chômage et 0,5%-1% de gains de productivité).
- **Mais grande incertitude! Quid de la productivité future (avec les nouvelles interrogations sur les conséquences de la pandémie)?**
- **Mais les débats statistico-économiques sur la croissance macroéconomique de long terme sont-ils si importants? Réponse dans la suite du cours...**
  - **Oui, pour certaines questions comme la soutenabilité budgétaire ou l'analyse du pouvoir d'achat des ménages.**
  - Pas si clair pour le « fondamentaliste pur » et les questions purement financières de valorisation....
  - Cf. la suite pour l'analyse des taux d'intérêt et des cours de bourse.



# ***Le rendement du capital: taux d'intérêt monétaires et profits d'équilibre***

---

- **D'abord la théorie...**
  - L'équilibre mondial du marché des capitaux.
  - La règle d'or: le lien entre croissance économique et rémunération du capital (un lien revisité récemment par Piketty...).
- **Puis la pratique....**
  - Quel taux d'intérêt d'équilibre dans un monde marqué par le vieillissement ?
  - Quels profits d'équilibre dans une économie mondialisée...
  - La compétition féroce devrait éroder les rentes. La bataille n'est jamais gagnée!
  - Mais les gagnants du jour peuvent réaliser des profits extraordinaires sur le gigantesque marché mondial (Apple, Google...).
- **La théorie est plus facile que la pratique....**

## L'équilibre du marché des capitaux (1)

---

- **Les différentes notions de rendement du capital/coût du capital: le taux court.**
  - $r$  = taux d'intérêt monétaire réel « sans risque »;
  - $r^*$  le taux d'intérêt réel mondial d'équilibre;
  - A long terme,  $r = r^* + p_r^e$ , avec  $p_r^e$  la « prime de risque de change » (déjà rencontrée dans les modèles de valorisation).
  - $p_r^e$  pénalise en général les pays endettés, même s'il n'y a pas de risque de défaut. **Il reste un risque de change!**
  - Rappel: à court terme, l'égalité précédente ne tient pas, les taux d'intérêt peuvent s'écarter de leur équilibre et le taux de change fluctue en conséquence.
  
- **Les différentes notions de rendement du capital/coût du capital: le rendement du capital investi.**
  - Le capital investi est risqué et doit rapporter une rémunération supplémentaire.
  - $c_k = r + p_r$  avec  $p_r$  la prime de risque liée au risque du capital investi dans les entreprises (pour simplifier, nous supposons que cette prime de risque – hors change – ne dépend pas des pays. Ce n'est évidemment pas tout à fait vrai...).
  - $c_k$  est aussi le « coût du capital net »: ce que doivent générer les entreprises pour répondre aux besoins des apporteurs de fonds (on parle de coût brut quand on rajoute l'amortissement:  $c_k + \delta$ ).
  - Ordre de grandeur raisonnable pour  $p_r$ : 4-5% (5-6% pour les actions, 1-2% pour les dettes).