

# **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 (cf les Etats-Unis aujourd'hui).
  - 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 peut retarder dans certains pays le retour vers le chômage structurel après une récession.**

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

## Le taux de chômage structurel: autres facteurs? (3)

- **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. **A gains de productivité élevés, chômage structurel bas!**

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

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

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

## Le taux de chômage structurel (4)

---

### 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.

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

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

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

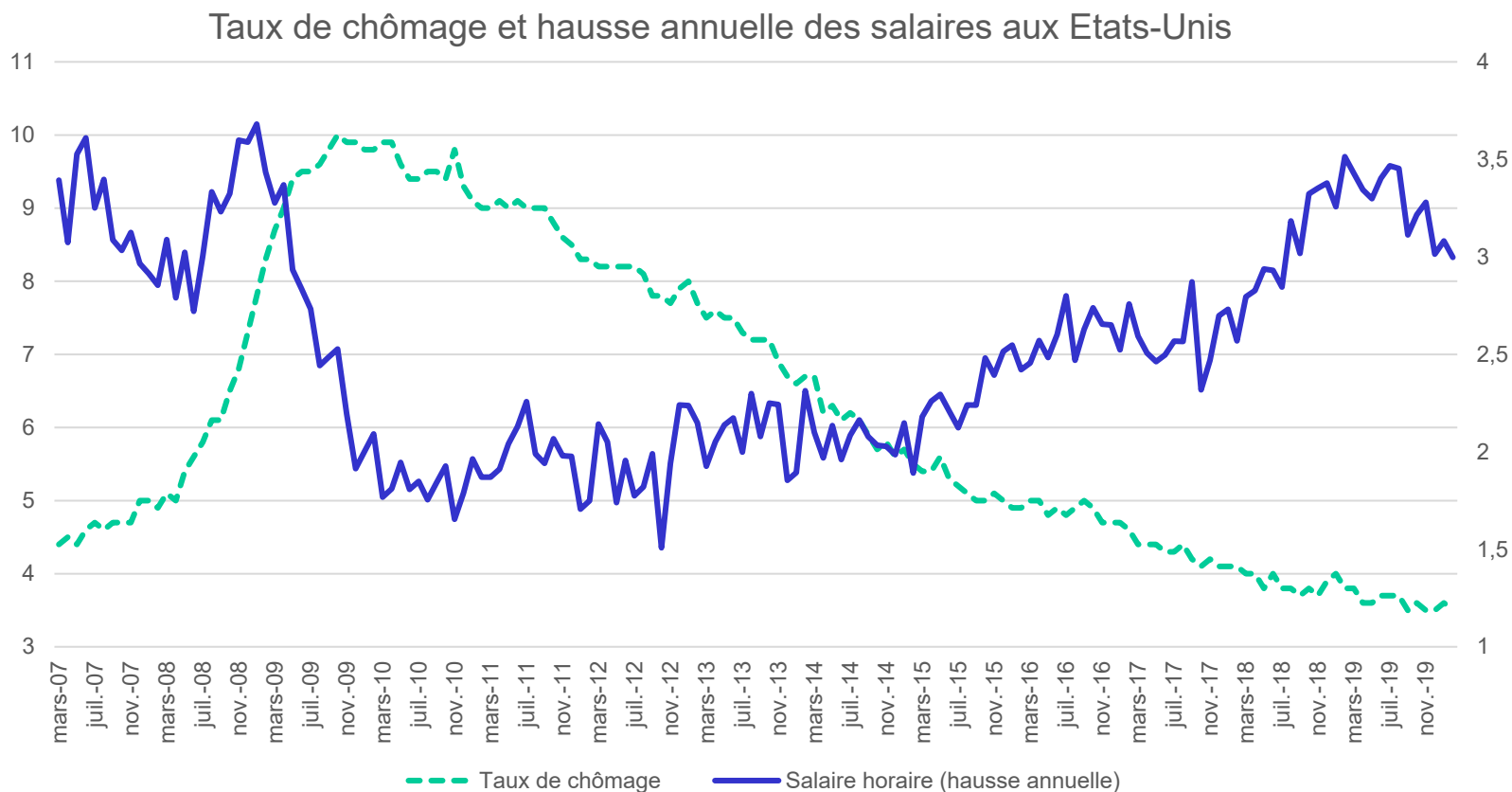
### Quel chômage dans la moyenne des scénarios dans 10 ans?

- **Etats-Unis**: flexibilité et précarité, 3,5%-4% d'après la Fed (proche du frictionnel).
- **Allemagne**: « insiders » raisonnables et réformes du marché du travail pour lutter contre le « chômage volontaire », 3,5%-4% comme aux Etats-Unis?
- Autres pays de la zone euro: possibilité de baisse sensible (Rappel: taux de 7% en France en 2007 – baisse des charges sur les bas salaires - sans tensions inflationnistes). Mais quid du comportement des insiders s'il y a une reprise rapide après l'épidémie??

# Les incertitudes actuelles sur le NAIRU aux Etats-Unis (1)

- Aux Etats-Unis, la dynamique salariale des dernières années – surtout 2019! - a été difficile à analyser (voir l'article de the Economist). Ralentissement des hausses de salaire avec un chômage très bas! Où est le NAIRU??
- Cela complique considérablement la tâche de la Fed!

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



## Les incertitudes actuelles 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 3.78 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 3.78 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
2021:Q3	37	3.78	3.00	4.25

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

---

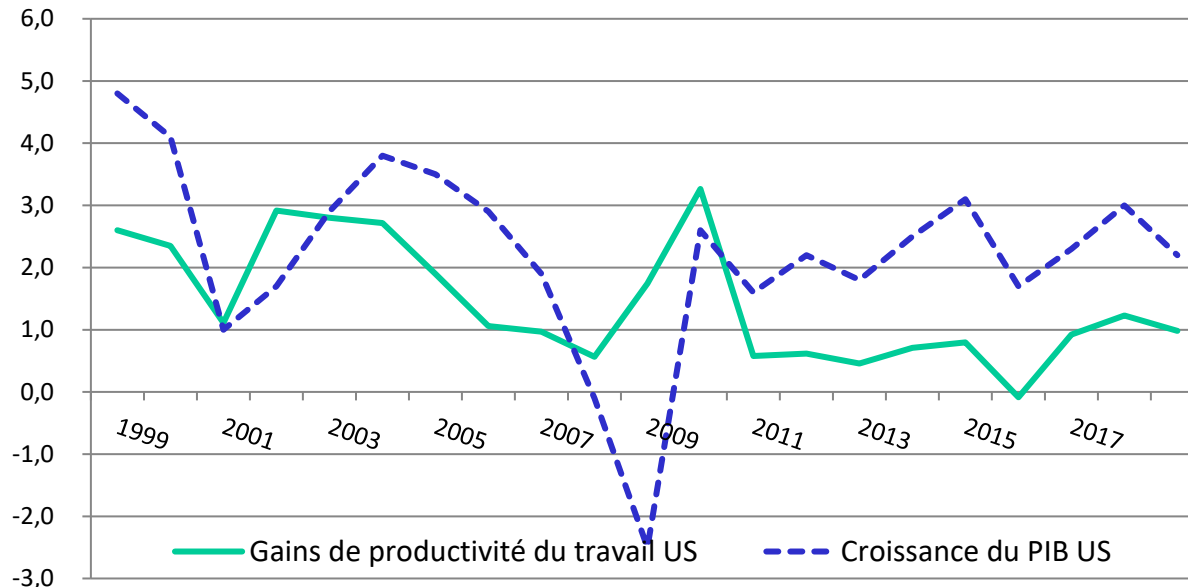
- **L'origine des gains tendanciels de la productivité du travail.**
  - Les innovations technologiques.
  - L'automatisation.
  - Le progrès technique dans le secteur des biens d'investissement a un impact très favorable (i.e. « double dividende » : effet direct sur la production du secteur, baisse 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 sur la qualité des produits, 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 avant le Covid: 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. Le bien-être qu'ils apportent n'est pas correctement mesuré par ce que les consommateurs payent (question dite du « surplus du consommateur »)!**
  - Mais pourquoi une aggravation du biais depuis 15 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 (pour les pays en sous-emploi) + Croissance à long terme de la productivité du travail.**
- **Ordres de grandeur souvent mentionnés pour la décennie à venir.**
  - 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 et la décarbonisation de l'économie...)?**
- **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.
  
- **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).

## L'équilibre du marché des capitaux: la bonne approche... (2)

---

- **Le rendement/coût du capital  $c_k$  réalise à long terme l'équilibre entre la demande et l'offre de fonds prêtables.**
  - Epargne = Investissement? (équation en flux).
  - Plutôt Patrimoine souhaité par les ménages = Offre de titres par les entreprises et les administrations. **Cela est vrai un niveau mondial.**
  - De plus, le pays endetté importera des capitaux de l'extérieur (Offre de titres > Patrimoine souhaité des ménages) et devra offrir une prime de risque ( $p_r^e$ ).
  - Celle-ci sera d'autant plus faible que la mobilité des capitaux est grande.
- **Le taux d'intérêt réel monétaire sans risque en découle en fonction de la prime de risque sur le capital investi:  $r = c_k - p_r$  . Les banques centrales n'ont pas le choix!**
- **Les déterminants du patrimoine souhaité par les ménages.**
  - $P(c_k)$ : patrimoine financier net disponible pour financer les autres agents (net des dettes des autres ménages).
  - Système de retraite.
  - Structure démographique (cycle de vie: les jeunes s'endettent, les vieux ont du patrimoine...).
  - Développement du système financier (offre de crédit aux ménages et baisse du patrimoine net: US, UK...).
  - Concentration des revenus (les « ultra riches » peuvent plus facilement privilégier l'épargne – notamment en pensant à leurs héritiers).