

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

**Olivier Davanne**

## La règle d'or (4)

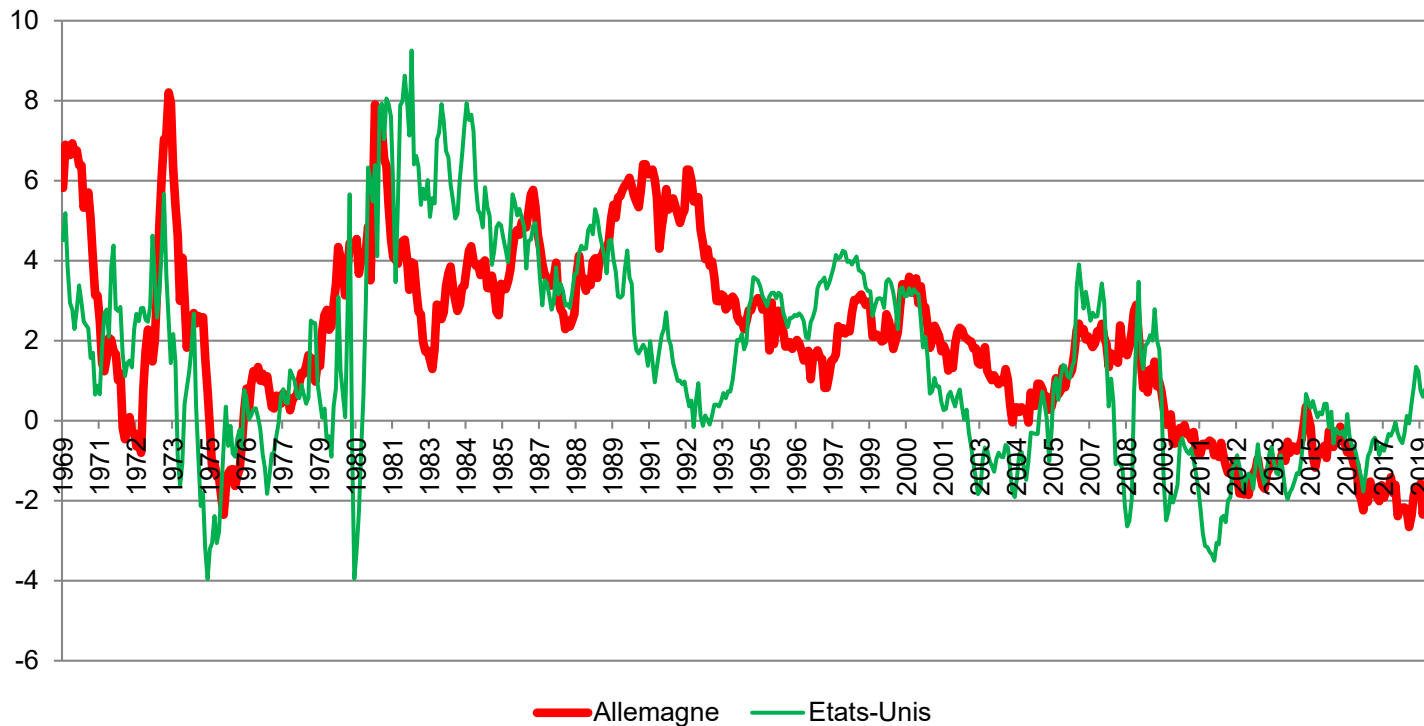
---

- **La critique de la règle d'or ne veut pas dire qu'il n'y a pas de lien entre croissance économique et rendement du capital/taux d'intérêt réel!**
  - Il y a des facteurs communs.
  - Forte croissance démographique:  $g$  élevé et  $r$  élevé (cf.. La répartition par âge du patrimoine).
  - Gains de productivité élevés:  $g$  élevé, hausse tendancielle forte des salaires et désir des ménages de consommer leurs revenus futurs ( $P(c_k)$  faible).
  - Politique publique: la croissance rend la retraite par répartition et la dette publique plus attractive (cf. la règle d'or).
- **Mais rien ne garantit l'égalité en l'absence d'une action publique résolue!**
  - Epargne limitée et  $r > g$ ? Possible sauf si les détenteurs du capital réinvestissent tous leurs revenus financiers!
  - Hypothèse non réaliste (il y a au moins certains impôts!).
  - Et même dans ce cas, on ne va pas vers la règle d'or, mais vers la suraccumulation ( $c_k = g$ , mais donc  $r < g$ )!

# Taux courts d'équilibre (1)

- **Le point de départ:**
  - Les cibles d'inflation des banques centrales.
  - 2% - en zone euro, 2% aux US.
  - Mais les peurs de déflation vont probablement laisser des traces....
  - Inflation probable à long terme: autour de 2% dans la zone euro, 2% + aux US.
- **Les taux courts réels observés historiquement (graphiques sur 50 ans).**

## Taux courts (3 mois) réels



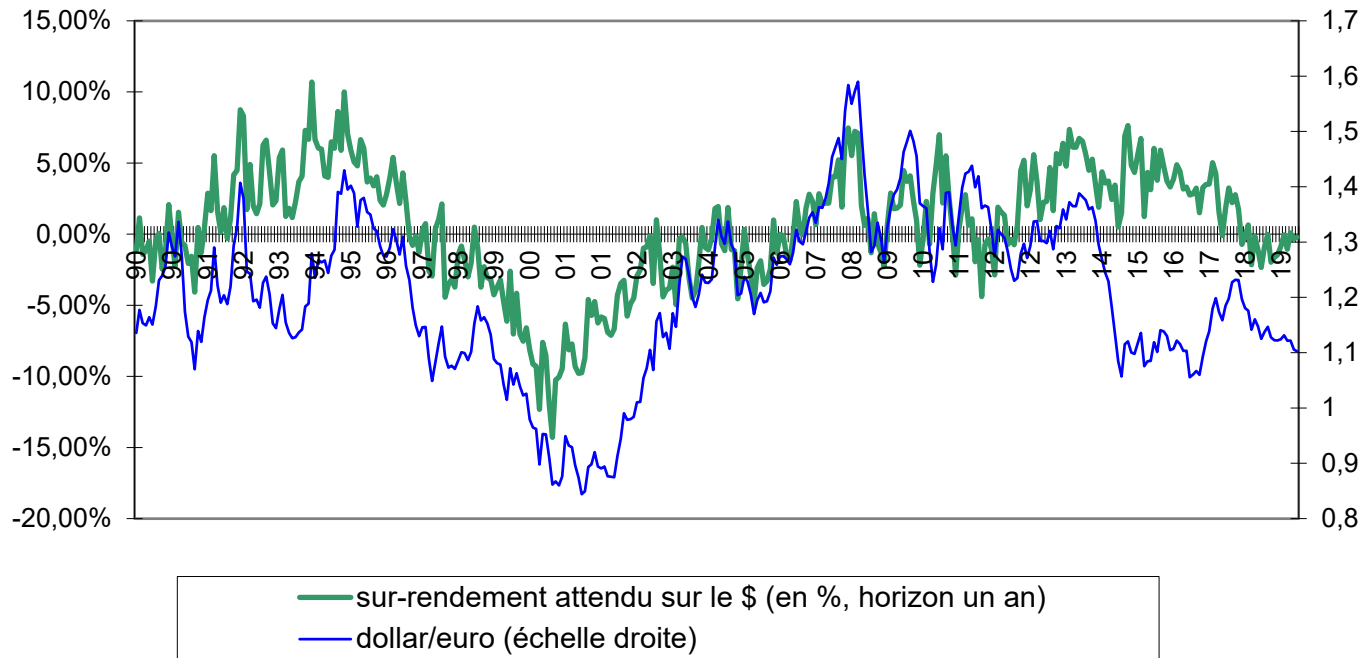
## Taux courts d'équilibre (2)

---

- **Les taux courts réels observés historiquement (graphiques sur 50 ans).**
  - Sur 50 ans, 2,0% en Allemagne et 1,6% aux US.
  - Sur 20 ans, 0,3% en Allemagne et 0% aux US.
- **Quel équilibre à moyen terme pour les taux nominaux?**
  - Avec l'inflation attendue et les taux réels observés sur 50 ans, autour de 4% en zone euro comme aux US.
  - Mais il y a des raisons d'attendre un résultat différent!
  - Des taux plus bas (vieillessement?) et une hiérarchie différente.
- **Quelle hiérarchie euro-US?**
  - Une inversion de la prime de risque, du fait de la divergence des dettes extérieures?
  - Dernier « consensus forecast » (14 octobre), \$/€ à 1,1025, prévu à 1,105 dans 3 mois et 1,134 dans un an. Taux un an: 2,18% aux US et -0,45% dans la zone euro. **Prime implicite à un an (calcul du rendement \$ après portage): -0,2%.**
  - Pas encore de coût de la dette extérieure??

## Taux courts d'équilibre (3)

- A noter: Ces primes de risque révélées par les enquêtes sont instables (reflet de la réalité: variabilité des  $\beta$ , inquiétudes sur la zone euro... mais aussi problèmes statistiques: temps de latence dans les révisions, écart entre espérance et pic de vraisemblance...).



- **Moyenne sur les 3 dernières années: 1%**
  - Des taux réels sensiblement plus élevés aux US à moyen terme?
  - **Rappel:** à long terme, les primes de risque passent dans les taux (à court terme, elles peuvent passer dans le change).

## Taux courts d'équilibre (4)

---

- **This time is different... Raisons plaidant pour des taux d'équilibre mondiaux plus bas.**
  - La démographie et les réformes des régimes de retraite.
  - La montée des inégalités (mécanisme régulateur sous-estimé par Piketty?).
- **This time is different... Raisons plaidant pour des taux d'équilibre mondiaux plus élevés.**
  - Les dettes publiques élevées (héritage de la crise).
  - La réduction des primes de risque (importance de l'épargne retraite).

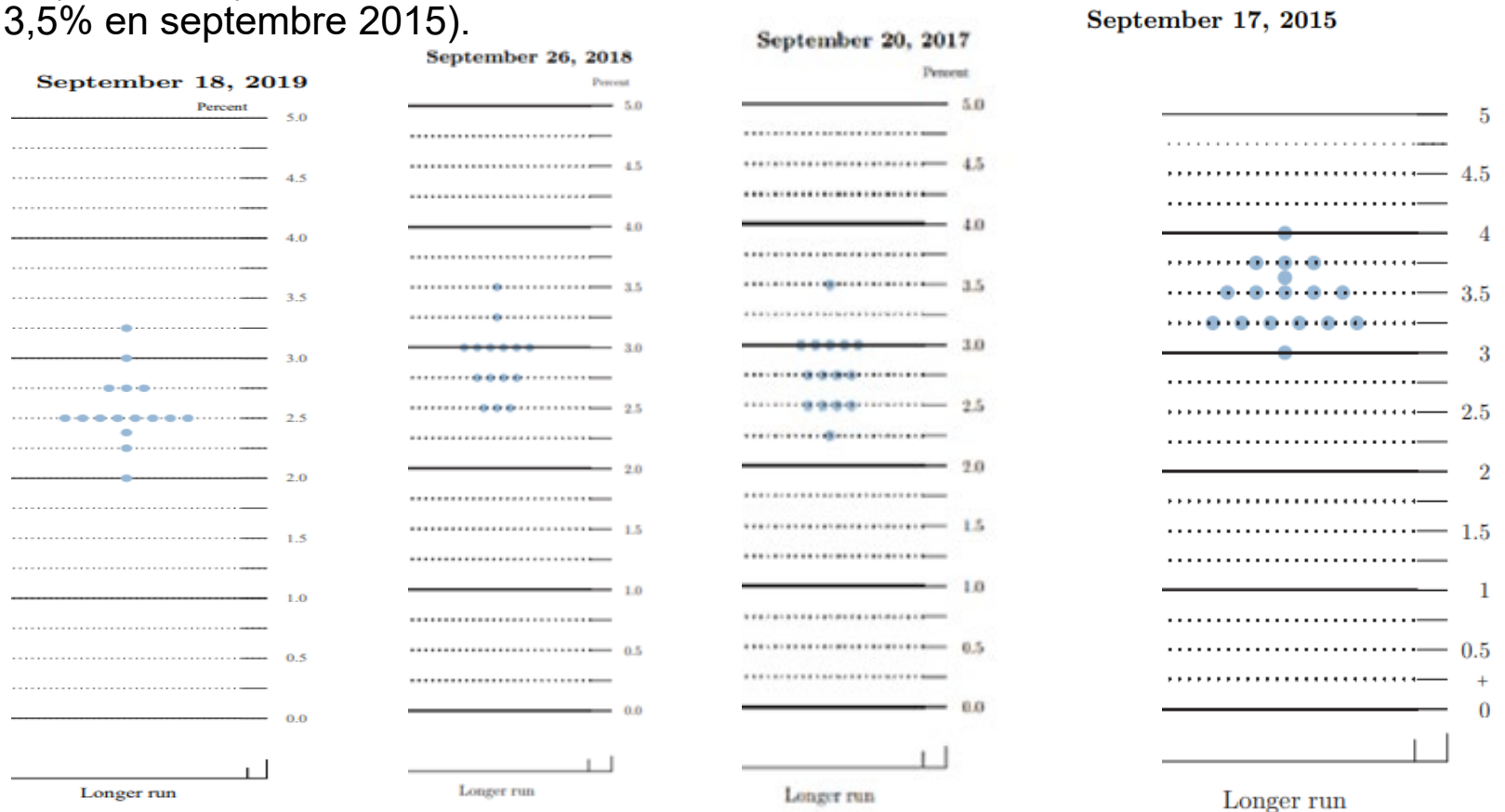
Rappel:  $r = c_k^{inter} + p_r^e - p_r$  (coût du capital mondial + prime de change – prime investissement productif).

  - Un changement possible de comportement des pays émergents à croissance rapide, en commençant par la Chine (moins de réserves de change et plus de consommation)???
- **Les facteurs à la baisse semblent l'emporter.**
  - Mais difficile de croire en des taux réels durablement négatifs.
  - Rappel: Il existe des actifs réels « rares » qui fournissent du rendement (foncier, œuvres d'art...). Leur valorisation augmente, ce qui peut rééquilibrer le marché de l'épargne (effet complexe: moins de capital financier disponible pour les entreprises si les ménages ont accumulé des actifs réels rares fortement valorisés).
  - Augmentation supplémentaire des dettes publiques (débat au RU, en Allemagne...).
  - Voir l'article paru en 2016 dans la Revue d'Economie Financière (sur le site).

# Taux courts d'équilibre (5)

## Une synthèse possible....

- Taux réels 1,5% plus élevés aux US.
- 0% en zone euro, 1,5% aux US.
- 2% de taux nominaux d'équilibre en zone euro. 4,0% aux US.
- A noter, la Fed communique sur ses anticipations et situe le taux court d'équilibre (Fed funds) à 2,5% (prévision médiane de septembre 2019, contre 2,8% l'année dernière et 3,5% en septembre 2015).



## Croissance, taux d'intérêt et dynamique de la dette (1)

---

- **Question: si un pays maintient un déficit public à  $x\%$  du PIB, à quel pourcentage du PIB sa dette publique va-t-elle se stabiliser?**
  - La dette n'explose pas....
  - Car après  $n$  années, la dette émise une année donnée ne représente plus que  $x/(1+g)^n$  du PIB courant ( **$g$ : croissance nominale**).
  - La dette cumulée après  $n$  années sera donc en % du PIB:

$$x \left( \frac{1}{1+g} \right) + \left( \frac{1}{1+g} \right)^2 + \dots + \left( \frac{1}{1+g} \right)^n, \text{ soit } \left( 1 - \left( \frac{1}{1+g} \right)^n \right) x/g$$

- **Deux approches pour l'endettement « cible »,  $d\%$  du PIB:**
  - Par convergence de la suite précédente:  **$x/g$**
  - Le ratio dette/PIB est stabilisé quand la dette croît comme le PIB,  **$xQ/dQ=g$ ,  $d=x/g$ .**
- **Les ordres de grandeur:**
  - Avec une croissance nominale de long terme d'environ 3%, dans la zone euro  $d=33,33x$  (un déficit public maintenu à 3% donne une dette publique de 100% du PIB).
  - Avec une croissance nominale de long terme d'environ 4% aux US,  $d=25x$  (un déficit public maintenu à 3% donne une dette publique de 75% du PIB).
  - A noter, les critères de Maastricht (3%/60%) ont été déterminés de façon cohérente à une époque où la croissance nominale de long terme était vue à 5% (3% volume, 2% prix).



## Croissance, taux d'intérêt et dynamique de la dette (2)

---

- **Quel est le véritable coût de cette dette stabilisée?**
  - La dette oblige à payer des intérêts, donc, en apparence, à augmenter tôt ou tard les impôts ou à réduire les dépenses...
  - Mais la stabilisation de la dette autorise tous les ans un volume de nouvelles émissions.
  - Quel est l'impact final sur les dépenses ou les impôts, autrement dit sur **le solde primaire (déficit public hors intérêts sur la dette)**?
- **Le résultat dépend de la relation entre  $r$  et  $g$ :**
  - La charge de la dette en % du PIB est :  $d^*r=r*x/g$
  - Le solde primaire est donc  $r*x/g - x$ , soit  $x*(r/g-1)$ .
  - Si le taux d'intérêt sur la dette est supérieur au taux de croissance, les générations futures bénéficient du sérieux budgétaire. Sinon, non!
  - La question de la soutenabilité de la dette est ainsi très liée au niveau de taux d'intérêt.
- **Application numérique:**
  - Supposons que  $r=g+1\%$  (4,0% en zone euro, 5,0% aux US).
  - Avec un déficit public maintenu à 3%, la charge de la dette représenterait à terme 4% du PIB en zone euro et 3,75% du PIB aux US.
  - Le passage d'un déficit public de 3% du PIB à 0% permettrait à long terme de diminuer les impôts ou d'augmenter les dépenses de 1% du PIB en zone euro et de 0,75% du PIB aux US.

## Croissance, taux d'intérêt et dynamique de la dette (3)

---

- **Mais le long terme est vraiment très long!**

- Quand l'on réduit de 1% le déficit public, la réduction de la dette en % du PIB est la suivante (croissance nominale de 3%):

Au bout de 10 ans	9%
Au bout de 20 ans	15%
Au bout de 50 ans	26%

- D'où une économie d'intérêt de (taux à 4%):

Au bout de 10 ans	0,34%
Au bout de 20 ans	0,60%
Au bout de 50 ans	1,03%

- Et un gain net sur le déficit primaire de:

Au bout de 10 ans	-0,66%
Au bout de 20 ans	-0,40%
Au bout de 50 ans	0,03%

- Le croisement se produit après 47 ans...

## *Croissance, taux d'intérêt et dynamique de la dette (4)*

---

### ■ Quelques remarques finales...

- Le bénéfice de l'austérité budgétaire est bien sûr beaucoup plus important et rapide dans les pays surendettés où les taux d'intérêt payés sont très élevés. Par exemple, avec une croissance nominale à 3% et des taux d'intérêt à 7%, le croisement se fait après 19 ans.
- Les taux bas constituent une forte incitation à l'endettement public....
- ... qui peut être légitime à condition de financer la dette par des emprunts à très long terme (sinon gare à la hausse des taux!).
- Ces questions sont un peu oubliées dans les débats européens actuels!