

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Profits d'équilibre (1)

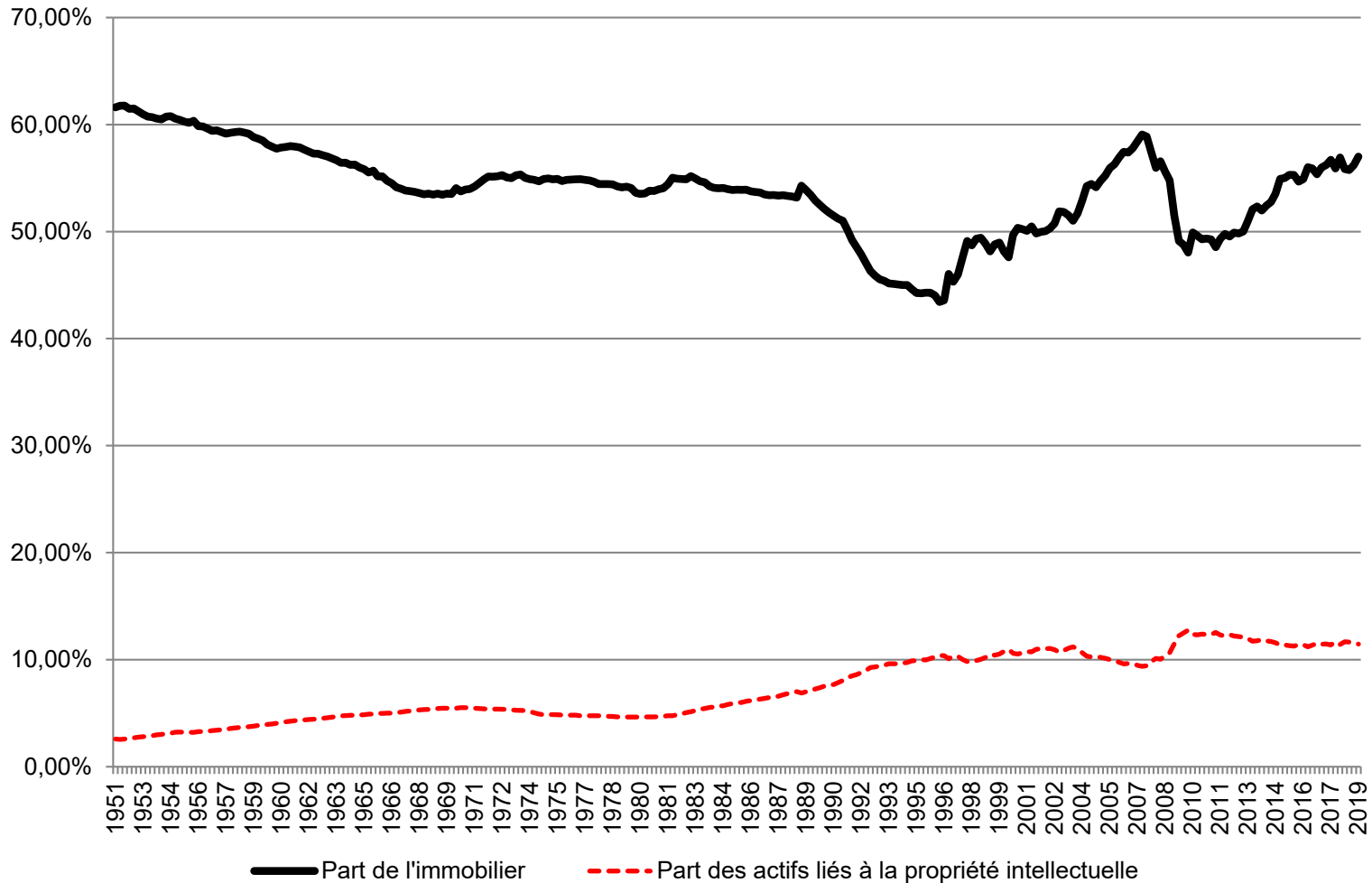
- **Quelle rentabilité pour les entreprises à moyen et long termes?**
 - Une question essentielle pour les fundamentalistes purs.
 - Mais une question conceptuellement difficile!
- **Deux résultats fondamentaux et intimement liés sur des marchés parfaits:**
 - Les entreprises valent la valeur de leurs actifs matériels et immatériels.
 - Sinon, la compétition rétablit l'équilibre (investissement en machines ou R&D si les entreprises sont surévaluées).
 - Les profits d'équilibre sont donc simplement la juste rémunération du capital (taux d'intérêt d'équilibre + prime de risque X Valeur des actifs nets).
- **Mais les marchés ne sont pas parfaits:**
 - Il peut exister des barrières à l'entrée dans certains secteurs et des surprofits durables. C'est en général le cas dans les secteurs bénéficiant d'économies d'échelle.
 - D'une part, le nouvel entrant ne sera pas compétitif. D'autre part, un petit nombre d'entreprises favorise des oligopoles tacites et des marges élevées (la téléphonie en France avant l'arrivée de Free!).
 - Le cas limite est celui des monopoles naturels de première ou deuxième génération (effet réseau).
 - Ces imperfections de marché accroissent la valeur d'équilibre et les profits des entreprises.

Profits d'équilibre (2)

- **Mais d'autres imperfections jouent de façon symétrique!**
 - Les managers peuvent privilégier leurs propres intérêts et ne pas maximiser la valeur boursière (surinvestissement dans des projets n'ayant pas la rentabilité requise).
 - Les stock-options n'ont pas réalisé une convergence parfaite des intérêts....
- **Que disent les données??**
 - Depuis quelques années, les principaux actifs immatériels sont évalués dans les comptes nationaux (sans cependant prise en compte du marketing et de la valeur des marques).
 - Le passage du flux aux stocks est cependant fragile (A quelle vitesse se déprécient les investissements en R&D? En d'autres termes, combien d'années de R&D faudrait-il faire pour un entrant efficace pour arriver au niveau technologique des présents? Ordre de grandeur retenu: environ 5 ans).
 - Les données américaines ont l'avantage d'être disponibles sur une très longue période (champ retenu ici: ensemble des sociétés non financières).

Profits d'équilibre (3)

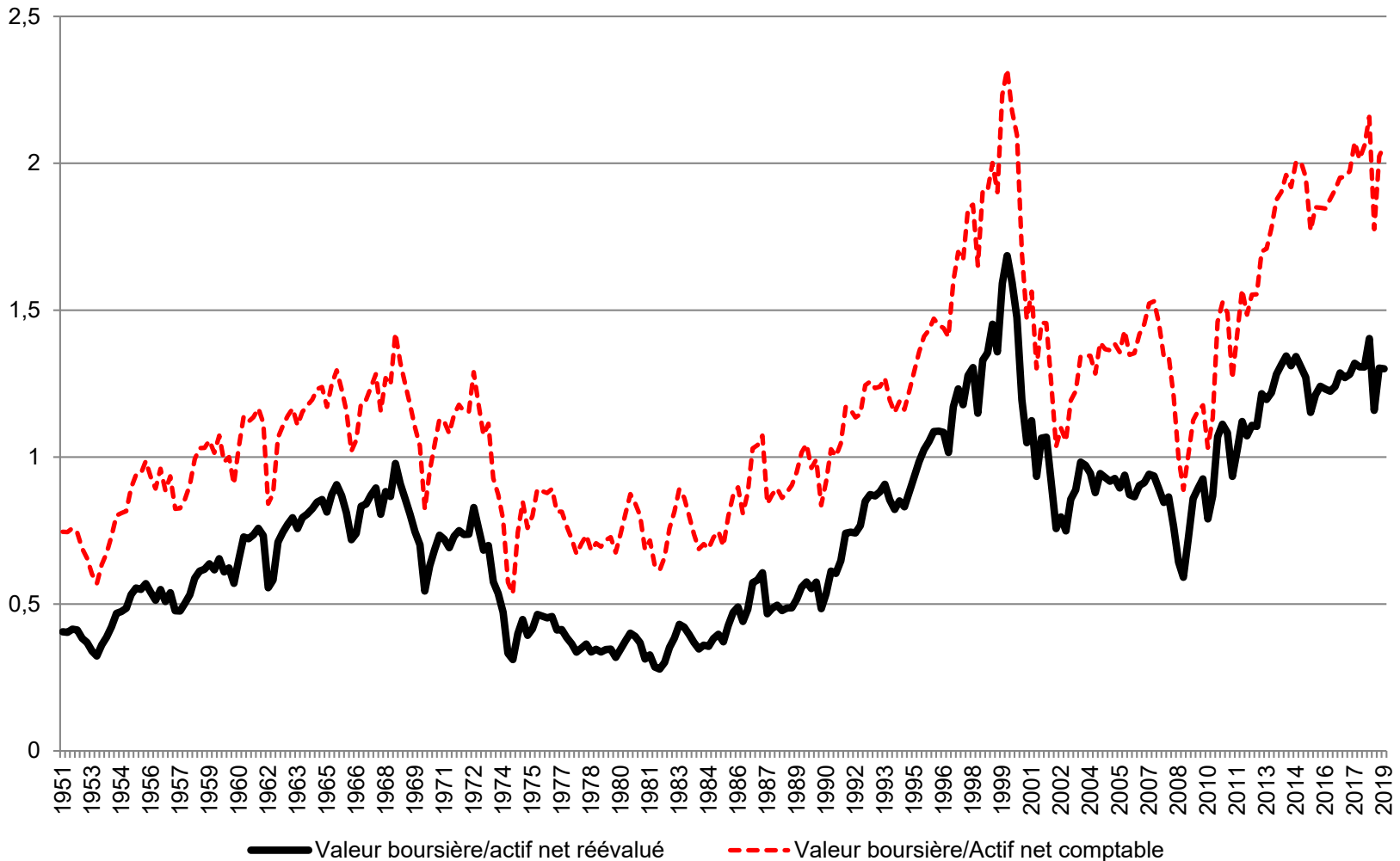
- **Les actifs matériels restent largement dominants.**
 - Mais le constat serait un peu différent sur un champ restreint aux grandes entreprises.



Profits d'équilibre (4)

■ Surprise!

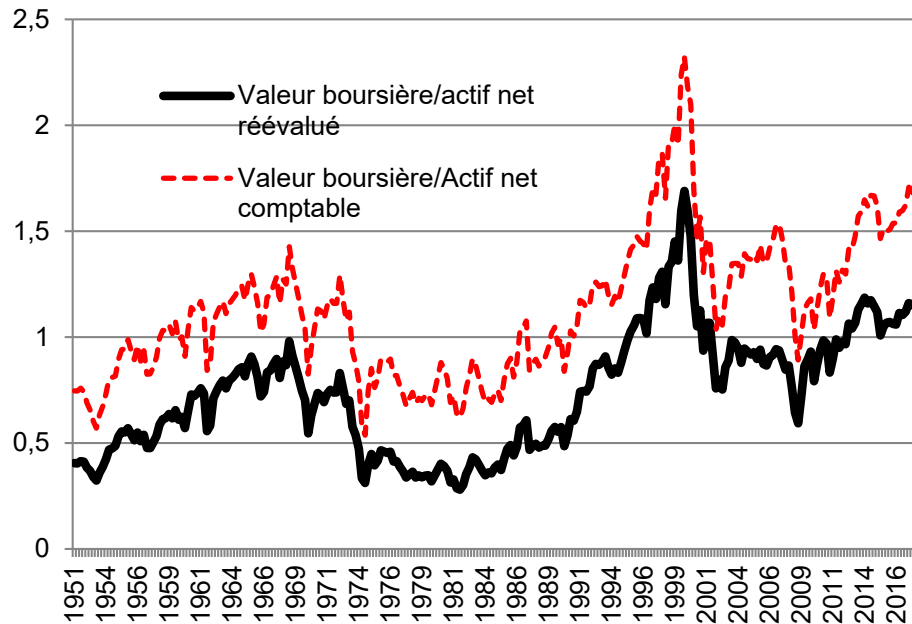
- Sur longue période, les entreprises semblaient valoir moins que leurs actifs réévalués!
- Importance des problèmes de « corporate governance »?



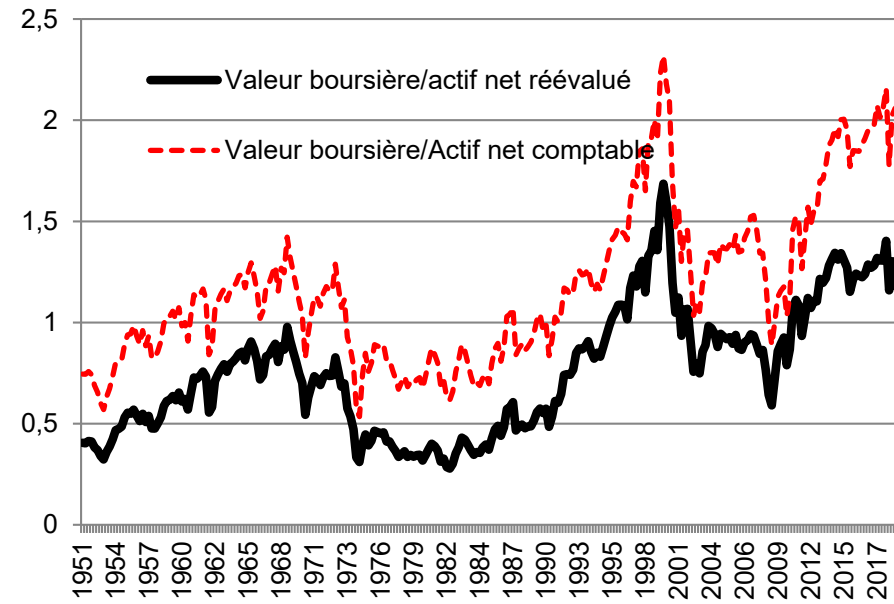
Profits d'équilibre (4 bis)

- Les charme de la statistique.... Correction d'une erreur dans les « flow of funds »

— Septembre 2018



— Septembre 2019

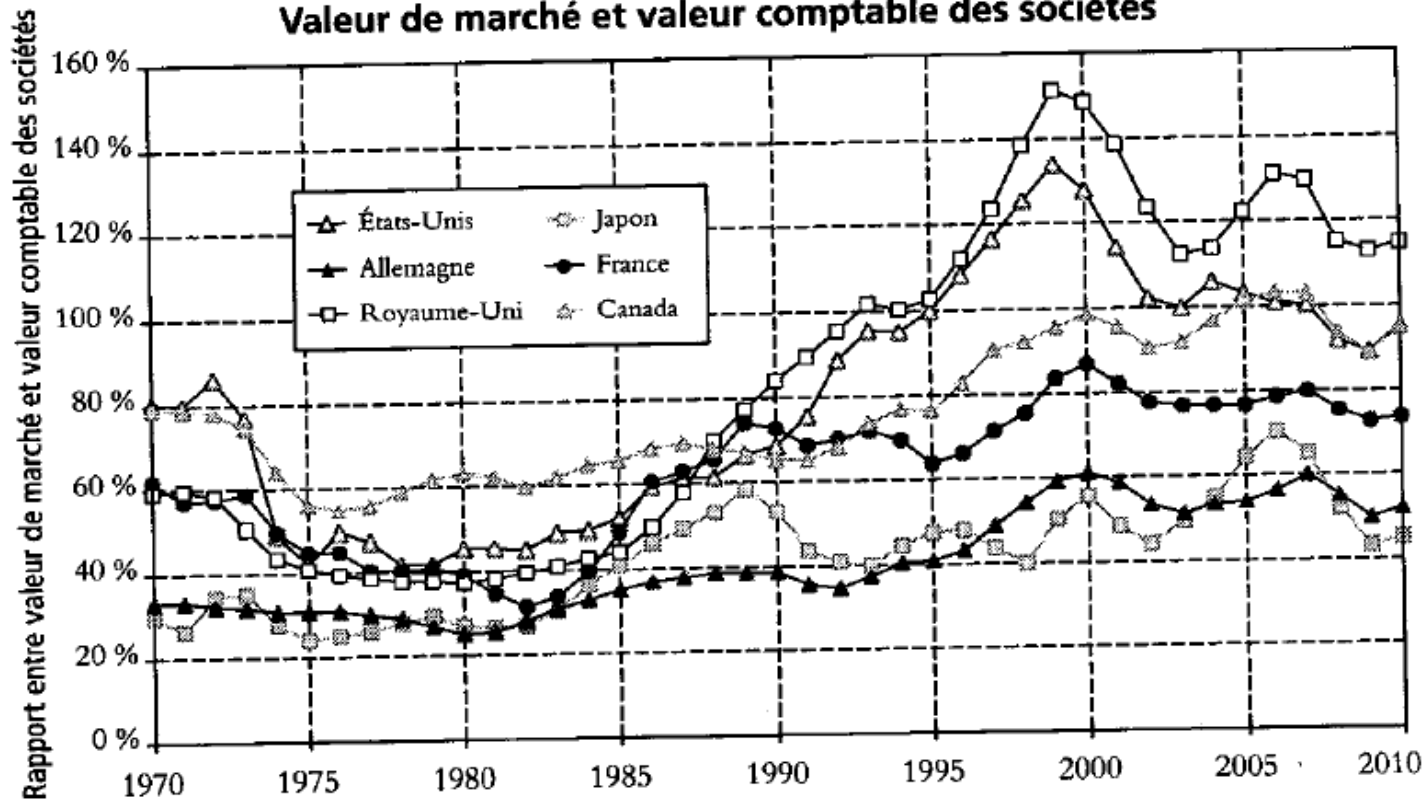


Profits d'équilibre (4bis)

Surprise!

- Il semble que l'on retrouve ce résultat dans tous les pays (travail de compilation statistique de Piketty)...
- Et particulièrement dans les pays peu réputés pour leur défense des actionnaires (Allemagne, Japon...)!

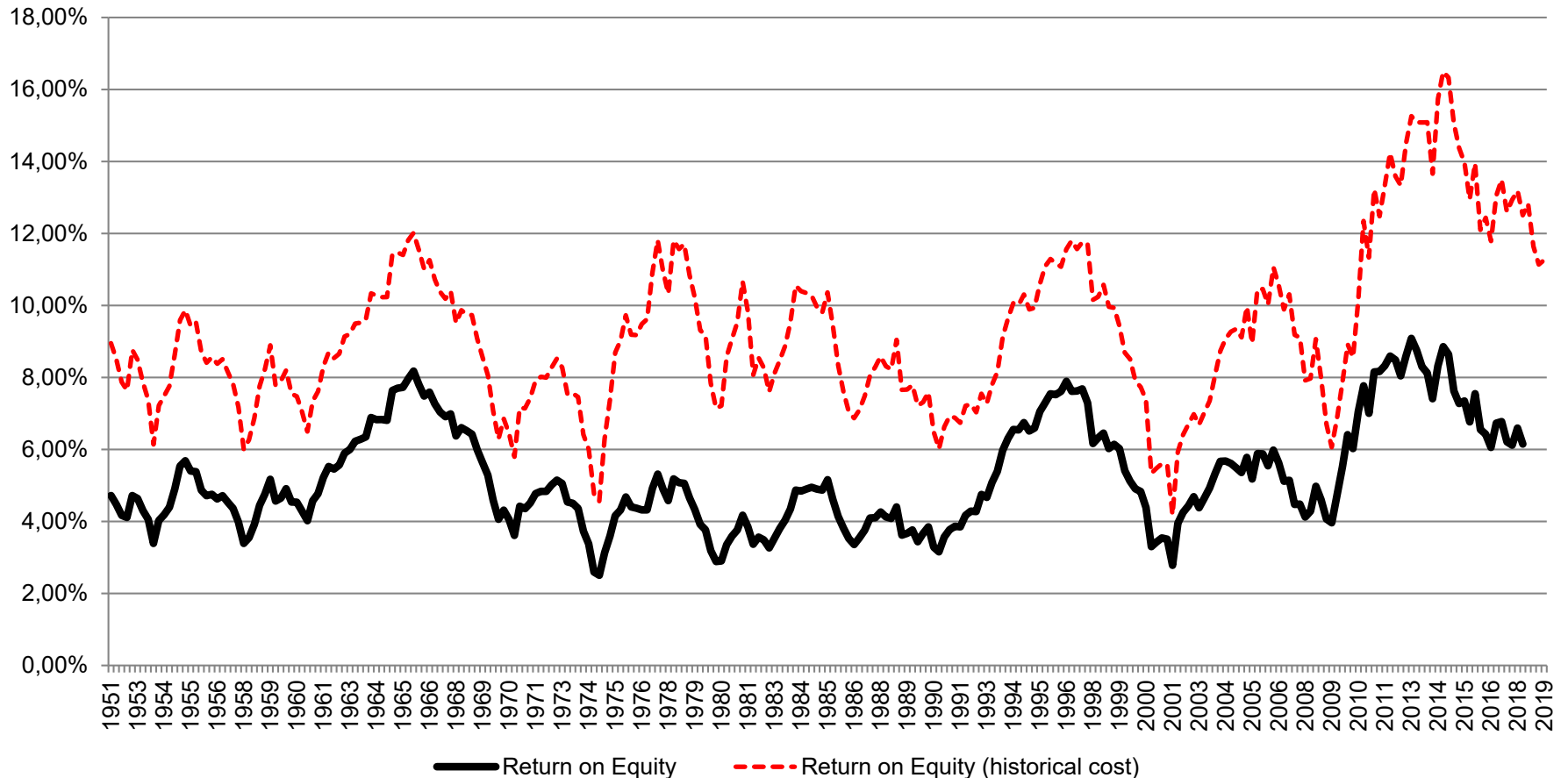
Graphique 5.6.
Valeur de marché et valeur comptable des sociétés



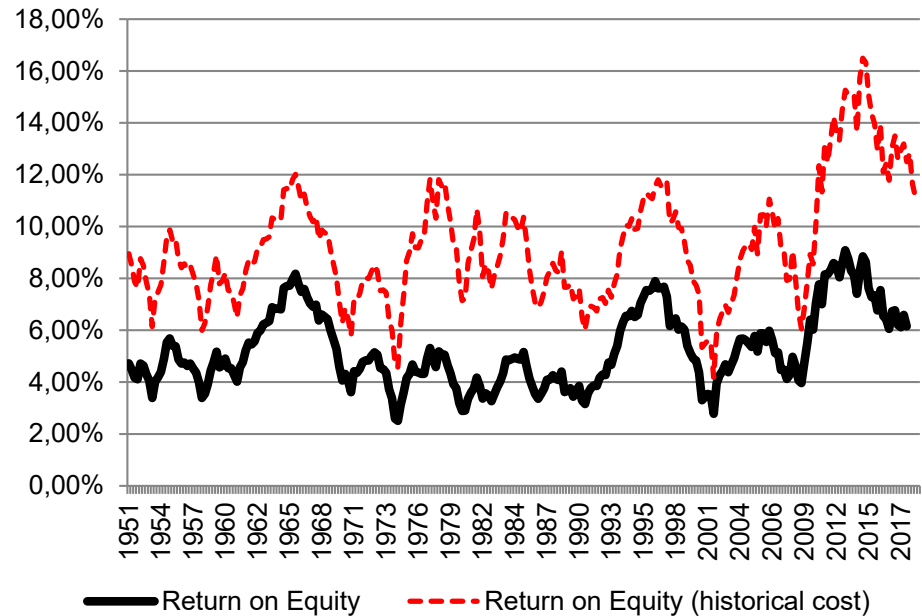
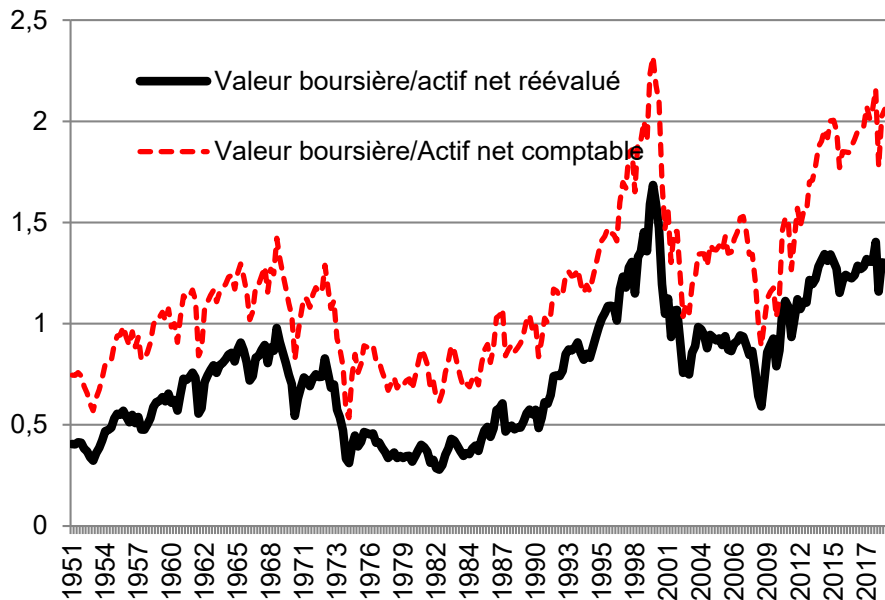
Profits d'équilibre (5)

■ Surprise!

- De façon cohérente, on observe que le « vrai » retour sur fonds propres a été historiquement bas.
- Le ROE apparent est gonflé par la sous-évaluation des actifs immobiliers.



Profits d'équilibre (6)



■ Conclusions pour le futur?

- Il est souvent affirmé que la rentabilité des entreprises américaines se situerait à un niveau anormalement élevé (impact de facteurs conjoncturels: délocalisations, chômage élevé juste après la crise financière, taux bas...).
- C'est vrai, mais le niveau historique paraissait assez déprimé.
- Le niveau actuel ne serait-il pas plus soutenable qu'il est souvent affirmé?
- Un niveau de ROE « réel » proche de 7% ne serait pas absurde: 1,5% de taux réel, 5% de prime de risque, ratio valeur de marché/valeur comptable supérieur à 100% lié aux positions dominantes.
- A méditer!

Petite digression sur les valorisations d'équilibre....

- **A long terme, il semble y avoir deux façons de valoriser les entreprises...**
 - Par l'actif net, en tenant compte des diverses imperfections de marché....
 - Par la méthode du discounted cash-flow...

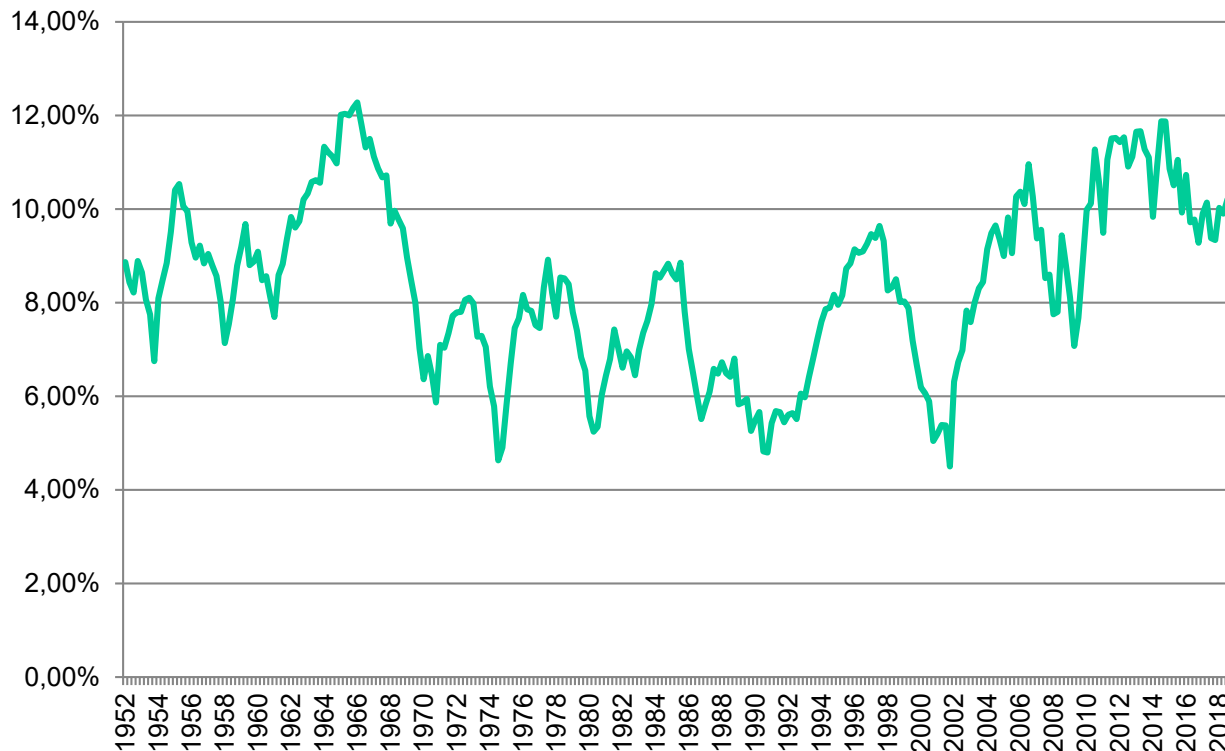
$$P = \sum_{i=1}^{+\infty} VAD_i = \sum_{i=1}^{+\infty} \left(\frac{D_i^a}{(1+r_i)^i (1+pr)^i} \right)$$

- **Il n'y évidemment pas de contradiction:**
 - A l'équilibre, le niveau des profits réconcilie les deux approches.
 - Ils sont déterminés par les exigences des actionnaires (coût du capital) et les actifs possédés par les entreprises (y compris les rentes liées à leurs positions de marché).

Petites digressions sur le partage de la valeur ajoutée....

- **Les discussions sur la rentabilité des entreprises est souvent menée à partir de l'analyse de la valeur ajoutée.**
 - Le partage de la VA est de fait influencé par les imperfections de la concurrence.
 - Mais attention ce partage dépend aussi de la quantité de capital employé. Une hausse du coût du capital peut faire baisser la part des profits si travail et capital sont très substituables (plus que dans la Cobb-Douglas...).
- **Et attention à ne pas regarder seulement la part des profits bruts avant impôts et amortissements!**

Part des profits nets dans la valeur ajoutée des sociétés non financières US



Taux de change d'équilibre de long terme (1)

- **Importance de bien l'analyser.**

- Rappel du modèle d'overshooting.

$$e = e^{lt} \frac{(1+r_i)^i}{(1+r_i^*)^i (1+pr)^i}$$

- Et importance pour les pays souhaitant fixer leur taux de change (de moins en moins nombreux!).

- **3 approches à discuter:**

- « parité des pouvoirs d'achat ». Limite: un taux de change peut être durablement « sous-évalué » pour différentes raisons.
- Approche d'équilibre générale: recherche du taux de change assurant l'équilibre économique (la juste sous-évaluation ou sur-évaluation). Difficile à mettre en œuvre!
- Approche historique....

Taux de change d'équilibre de long terme (2)

■ La parité des pouvoirs d'achat.

- Estimation des taux de change qui assureraient qu'une même somme dépensée dans les différents pays donnerait accès au même niveau de consommation.
- Estimée à partir d'enquêtes détaillées sur les niveaux de prix de biens et services similaires.
- Parité de pouvoir d'achat euro/dollar en 2018 (source OCDE/eurostat):

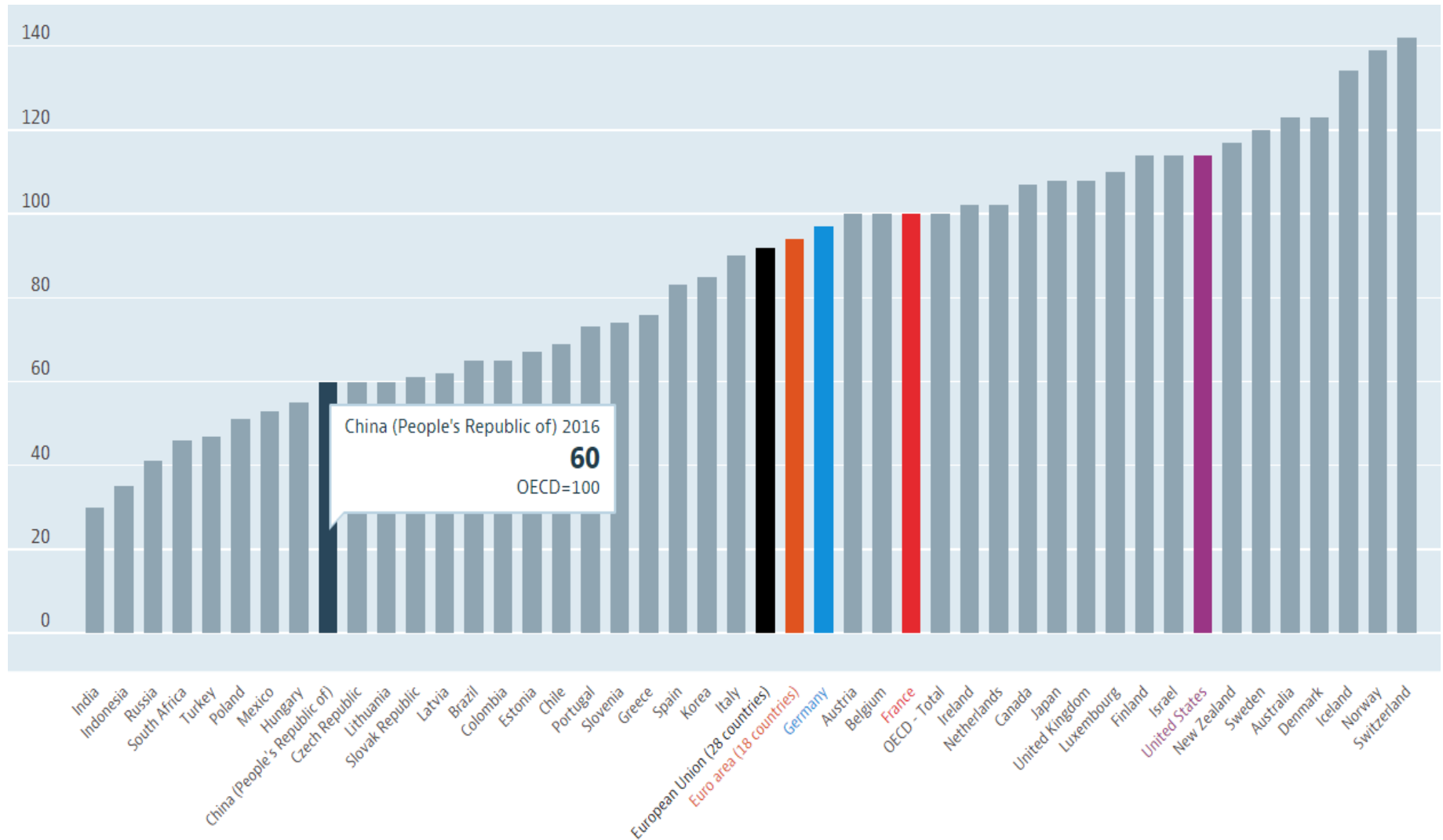
Taux de change de l'euro/dollar qui assurerait la parité des pouvoirs d'achat

Allemagne	France	Zone euro	Italie	Espagne	Grèce	Portugal	Estonie	Slovaquie
1,32	1,29	1,37	1,43	1,54	1,72	1,69	1,82	2,05

■ Les différences entre pays reflètent les différences de niveaux de prix.

- Les pays les moins développés ont des prix de service (coiffeurs, restaurant...) faibles car les salaires y sont plus faibles (la différence de productivité dans les produits ouverts à la concurrence internationale se reflète dans la hiérarchie des salaires).
- L'Allemagne est atypique (ce qui reflète son excellente compétitivité). Le coût de la vie y est un peu moins cher qu'en France alors que c'est un pays globalement plus riche.

Prix relatifs dans les différents pays du monde en 2016



Taux de change d'équilibre de long terme (3)

- **Ce phénomène rend difficile l'utilisation de la PPA comme indicateur du change d'équilibre.**

- Les pays moins développés doivent avoir un change réel faible relativement à la PPA.
- On le voit entre pays de la zone euro....

Taux de change de l'euro/dollar qui assurerait la parité des pouvoirs d'achat

Allemagne	France	Zone euro	Italie	Espagne	Grèce	Portugal	Estonie	Slovaquie
1,32	1,29	1,37	1,43	1,54	1,72	1,69	1,82	2,05

- Mais plus généralement entre pays développés et pays émergents (voir aussi le complément disponible sur mon site).
- La zone euro étant un peu moins productive que les Etats-Unis dans les biens échangeables, il est probable que son change d'équilibre est plus faible que la PPA à 1,37.

- **Les autres correctifs.**

- Mais un taux de change apparemment durablement sous-évalué ou surévalué peut avoir d'autres origines.
- Un pays peut avoir une demande domestique faible, qui le contraint à être très compétitif pour exporter son chômage (la Chine dans le passé, et peut-être le futur??).