

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- Nous étudions les déterminants du rendement/coût du capital à long terme.
- **A retenir:**
 - Il y a différentes notions de rendement du capital, dépendant de la classe d'actif considérée. Elles diffèrent par des primes de risque.
 - Au niveau le plus général, le rendement du capital investi réalise l'équilibre à long terme entre le patrimoine que les ménages souhaitent accumuler et la quantité de capital (matériel et immatériel) que les entreprises peuvent absorber dans leur processus productif (en tenant compte de la partie de l'épargne des ménages absorbée par la dette publique).
 - Au niveau mondial:

$$P(C_k^{\text{inter}}) = D + V(C_k^{\text{inter}})$$

- Dans un pays donné, le rendement/coût du capital s'écartera de cette moyenne mondiale par une prime de risque (en général positive pour les pays qui importent des capitaux et négative chez les créanciers).

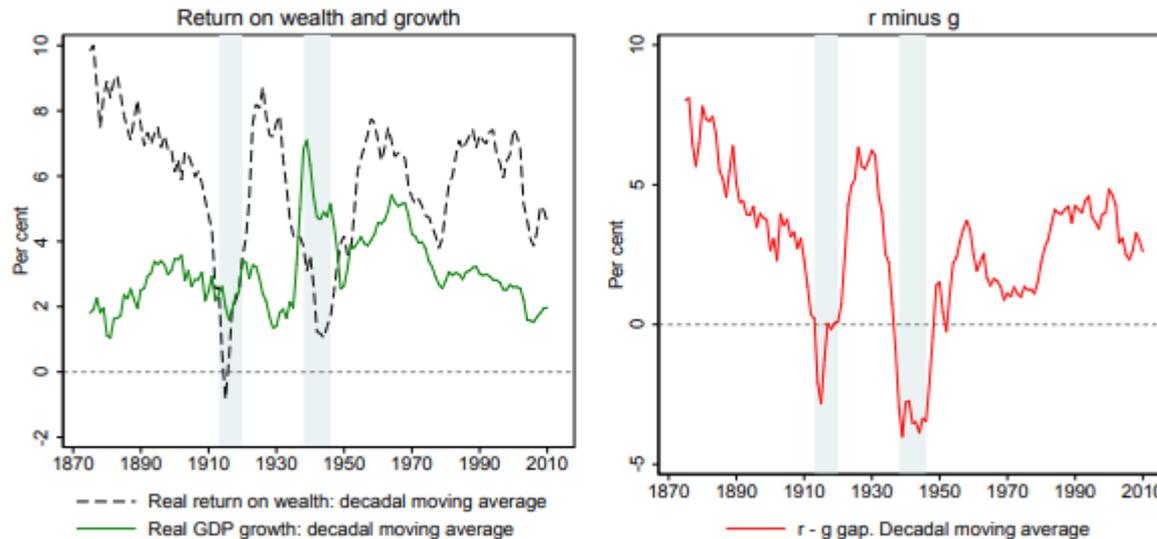
$$p_r^e = F(D + V(C_k^{\text{inter}} + p_r^e) - P(C_k^{\text{inter}} + p_r^e))$$

L'équilibre du marché des capitaux (8)

- **Contrairement à une idée reçue, cet équilibre du marché des capitaux ne garantit aucunement (malheureusement!) une égalité entre le rendement du capital et la croissance économique.**
 - La croissance n'apparaît pas directement (mais elle influence certaines variables, nous y reviendrons).
 - Si les capitaux sont très mobiles, le rendement du capital est d'ailleurs le même dans tous les pays en dépit des différences de croissance potentielle!
 - Il peut y avoir un excès d'épargne et un rendement du capital inférieur à la croissance.
 - A contrario, s'il n'y a pas beaucoup d'accumulation du capital et beaucoup d'opportunités d'investissement, le rendement du capital peut être très supérieur au taux de croissance économique de long terme.
 - C'est plutôt cette dernière situation qui a prévalu historiquement.

L'équilibre du marché des capitaux (8)

Real return on wealth and real GDP growth.



Note: Mean returns and real GDP growth for 16 countries, weighted by real GDP. Decadal moving averages. Within each country, the real return on wealth is a weighted average of bonds, bills, equity and housing. The within-country weights correspond to the shares of the respective asset in each country's wealth portfolio.

- **Estimation issue d'une étude très ambitieuse publiée fin 2017 et disponible sur mon site.**

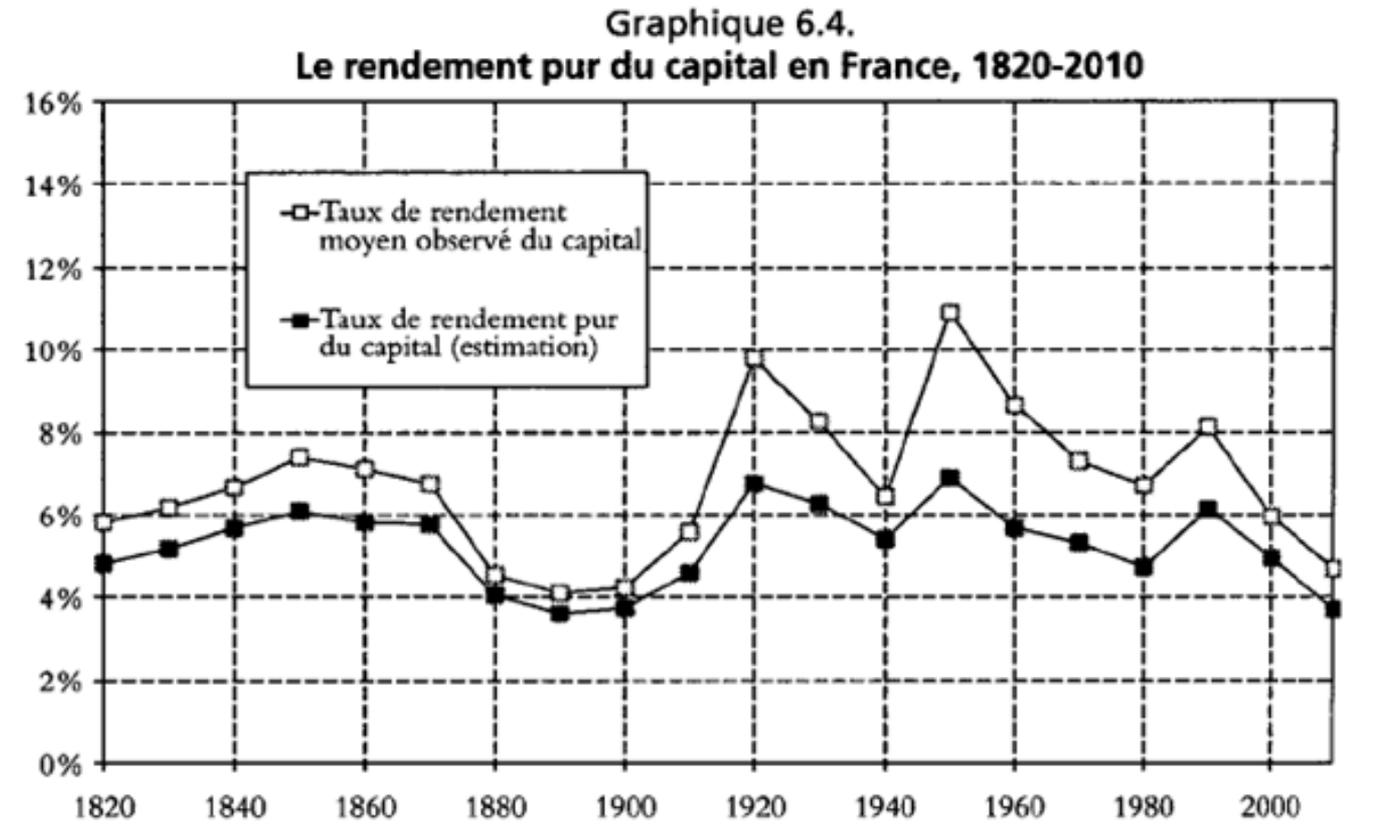
THE RATE OF RETURN ON EVERYTHING, 1870–2015

Òscar Jordà, Katharina Knoll, Dmitry Kuvshinov, Moritz Schularick, Alan M. Taylor

NBER Working Paper 24112

L'équilibre du marché des capitaux (9)

- Estimation par Piketty du rendement réel du capital en France (y compris logement).



- Mais comment est-ce possible?**
 - Attention aux erreurs d'arithmétique...
 - Le rendement du capital n'est pas égal à la croissance des profits!**

La règle d'or (1)

- **Et quid du taux d'intérêt réel sans risque? Rappel: $r = c_k - p_r$**
 - Pas de règle: il a parfois été longtemps inférieur comme supérieur à la croissance.
- **A tort, il est souvent affirmé que l'égalité à long terme entre taux d'intérêt réel et croissance économique résulte de la « règle d'or ».**
- **Qu'est-ce que la règle d'or?**
 - Un calcul très simple qui indique que $r=g$ produit une forme d'optimum économique.
 - Plus r est faible, plus le PIB sera important: plus de capital fait progresser la productivité du travail. Donc plus r est faible, plus on devrait être content?
 - **Le « scoop » de la règle d'or, c'est de montrer que cela n'est pas le cas!**
 - Car une économie très riche en capital va devoir investir pour maintenir cette intensité capitaliste: un nouvel investissement sans risque I produit $r I$, mais $g I$ doit être investi pour maintenir l'intensité capitaliste.
 - **Le PIB est toujours plus élevé quand r baisse, mais la consommation ne l'est de façon assurée que si $r > g$.**
- **Mais rien ne garantit le retour sur la règle d'or!**
 - Si $r > g$, on aimerait certes avoir plus de capital!
 - Mais il n'y a pas de repas gratuit!
 - Il faut d'abord réduire la consommation et accroître l'investissement pour se rapprocher de la règle d'or.
 - La génération actuelle a peu de raisons de se sacrifier car les prochaines bénéficient des gains de productivité (et les rendements de cette politique sont décroissants).

La règle d'or (2)

- Pour un pays en « suraccumulation », $r < g$, il y a en principe une incitation à consommer le capital excédentaire!
 - Dette publique explicite: voir l'article récent de The Economist Government Debt sur le site.
 - Dette publique implicite: renforcer la retraite par répartition!
 - Le rendement financier de la retraite par répartition est g .
- Mais la réalité n'est pas si claire!
 - Sujet complexe: il y a vraisemblablement des externalités positives liées à l'accumulation du capital. Le rendement social des investissements peut être supérieur à r (cas de la concurrence imparfaite: les entreprises sous-investissent...).
 - Et quid du risque de remontée des taux si on accroît la dette publique? Voir les avertissements dans les deux articles du FT et de The Economist sur le site.
 - Nécessité de l'émission de dette perpétuelle (**donc ce n'est pas le taux court qui doit être pris en compte pour juger de la situation relativement à la règle d'or**).

La règle d'or (3)

- **Aucun pays n'utilise explicitement la règle d'or comme guide de politique économique.**
 - Sinon, il faudrait aujourd'hui massivement augmenter la dette publique au Royaume-Uni...

Taux réels sur quelques obligations gouvernementales indexées sur l'inflation (le 28/10/20)

Pays	Maturité	Taux réels
France	10 ans	-1,2%
Royaume-Uni	10 ans	-2,9%
Etats-Unis	10 ans	-0,9%
France	30 ans	-0,9%
Royaume-Uni	30 ans	-2,2%
Etats-Unis	30 ans	-0,3%
Royaume-Uni	50 ans	-2,2%

- De façon étrange, les notions de « règle d'or » utilisées en pratique (équilibre budgétaire ou déficit limité aux dépenses d'investissement) n'ont rien à voir avec la théorie que l'on vient de décrire....

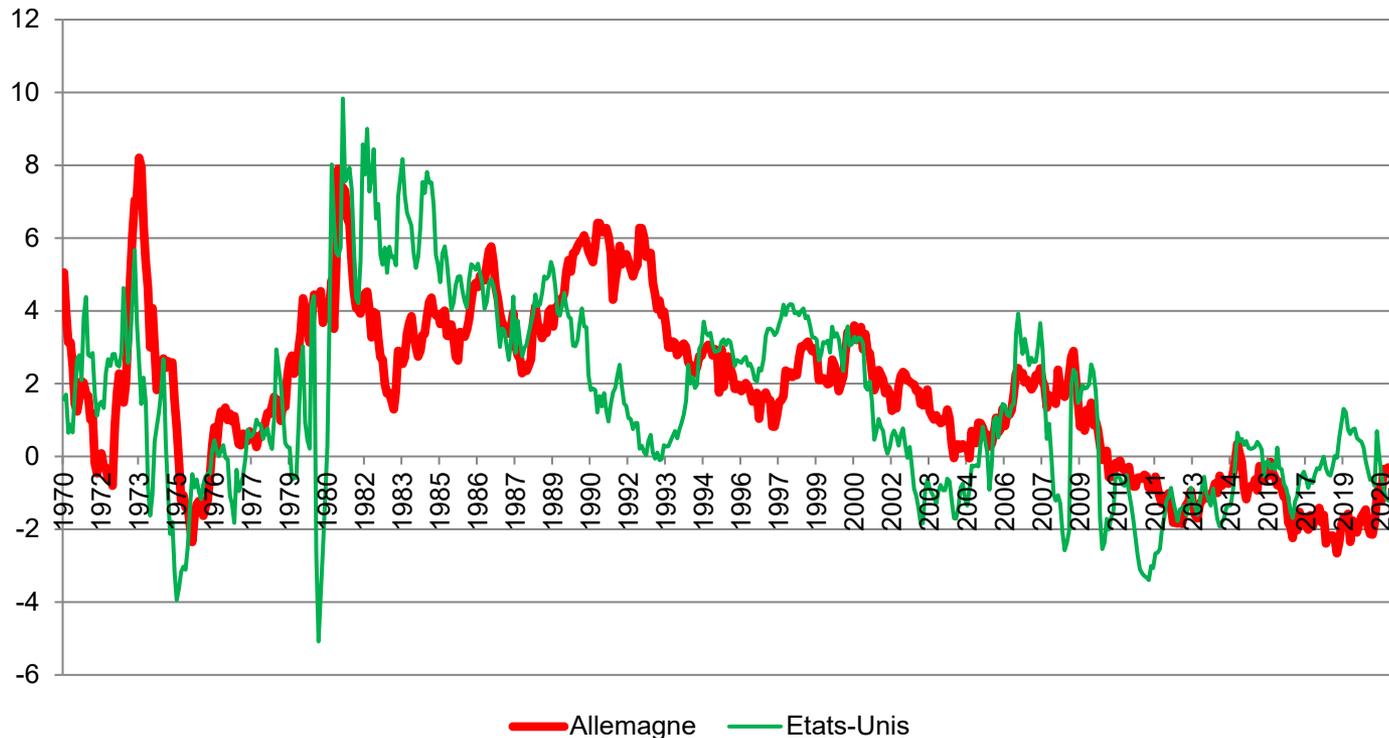
La règle d'or (4)

- **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 (de plus en plus symétrique...), 2% + aux US.
 - Les peurs de déflation vont probablement laisser des traces....
- **Les taux courts réels observés historiquement (graphiques sur 50 ans).**

Taux courts (3 mois) réels

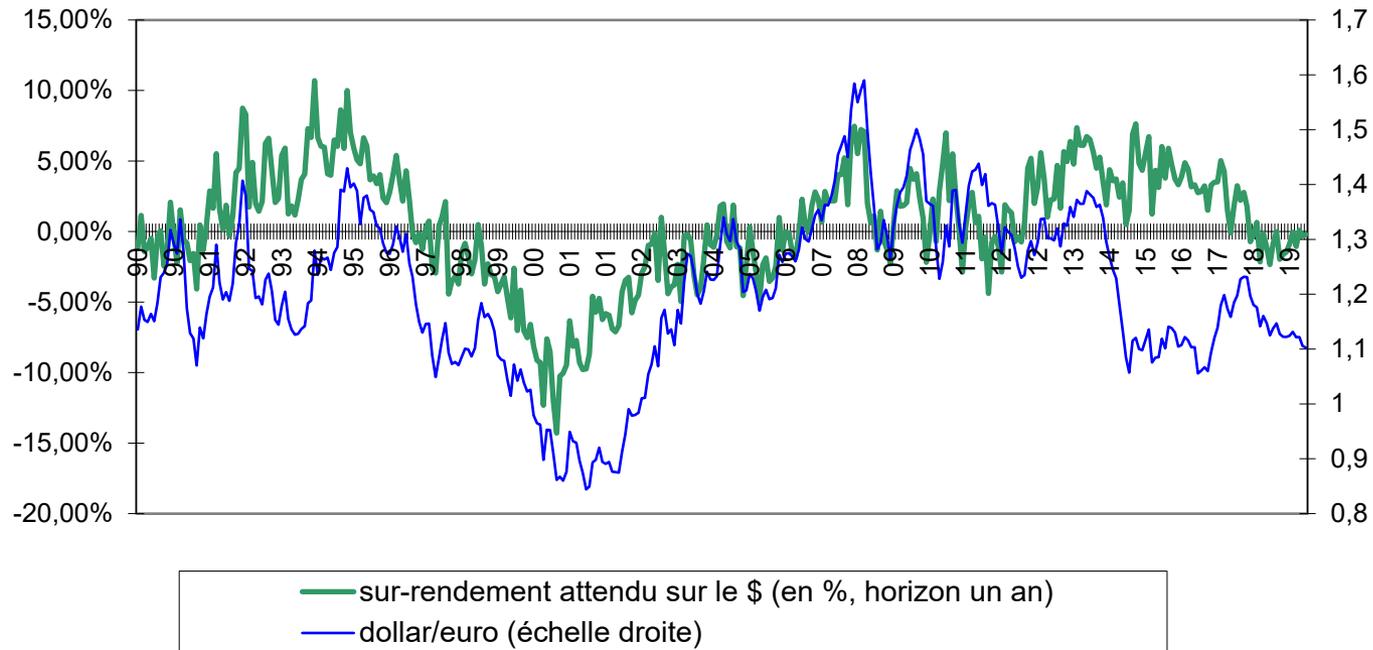


Taux courts d'équilibre (2)

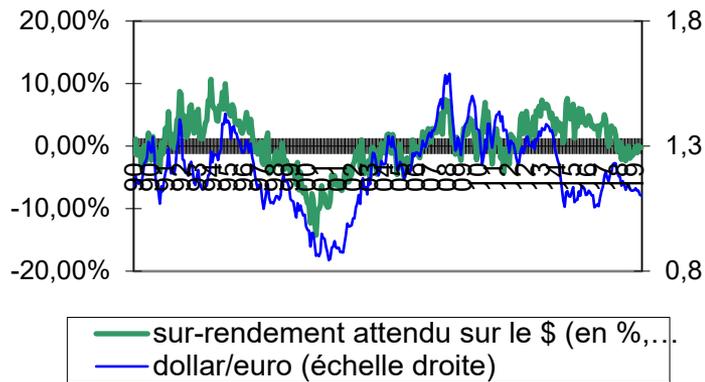
- **Les taux courts réels observés historiquement (graphiques sur 50 ans).**
 - Sur 50 ans, 1,8% en Allemagne et 1,5% aux US.
 - Sur 20 ans, 0,1% en Allemagne et -0,2% aux US.
- **Quel équilibre à moyen terme pour les taux nominaux?**
 - Avec l'inflation attendue et les taux réels observés sur 50 ans, dans une fourchette 3,5%-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 1,181, prévu à 1,18 dans 3 mois et 1,192 dans un an. Taux un an: 0,31% aux US et -0,38% 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 β , inquiétudes sur la zone euro... mais aussi problèmes statistiques: temps de latence dans les révisions, écart entre espérance et pic de vraisemblance...).



Taux courts d'équilibre (4)



- **En dépit de l'instabilité, sur les trois dernières années, on retrouve autour de 0 de prime de risque.**
 - Des taux réels équivalents en zone euro et aux US à long terme?
 - **Rappel:** à long terme, les primes de risque passent dans les taux (à court terme, elles peuvent passer dans le change).
 - Pas mon scénario: la période récente a été exceptionnelle avec le dollar soutenu par un effet « bêta » pas très rationnel (lors des crises commerciales et sanitaires, le dollar montait) et la dette extérieure continue à croître. Retour des primes de risque très élevées observées sur le dollar entre 2012 et 2017?
- **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?).