

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- Nous discutons le niveau des taux courts d'équilibre.
- **Point de départ: Les perspectives d'inflation à long terme et les taux courts réels observés historiquement.**
 - Sur 50 ans, 1,8% en Allemagne et 1,5% aux US.
 - Sur 20 ans, 0,1% en Allemagne et -0,2% aux US.
- Pour l'instant le dollar ne semble pas souffrir de fortes primes de risque en dépit de son endettement extérieur croissant, mais cela pourrait changer.
- Au-delà de la question de la hiérarchie euro-US, que penser du niveau des taux d'intérêt réels monétaires dans le long terme? Plus bas ou plus haut que la référence très longue sur 50 ans?
- **This time is different... Raisons puissantes plaidant pour des taux d'équilibre mondiaux plus bas.**
 - La démographie (couplée au développement des retraites par capitalisation).
 - La montée des inégalités dans de nombreux pays.

Taux courts d'équilibre (4)

- **This time is different... Raisons plaidant pour des taux d'équilibre mondiaux plus élevés.**
 - Les dettes publiques élevées (héritage des crises – 2008/2009 et 2020-?).
 - La réduction (peut-être...) des primes de risque (importance de l'épargne retraite, mais effet du Covid?).

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

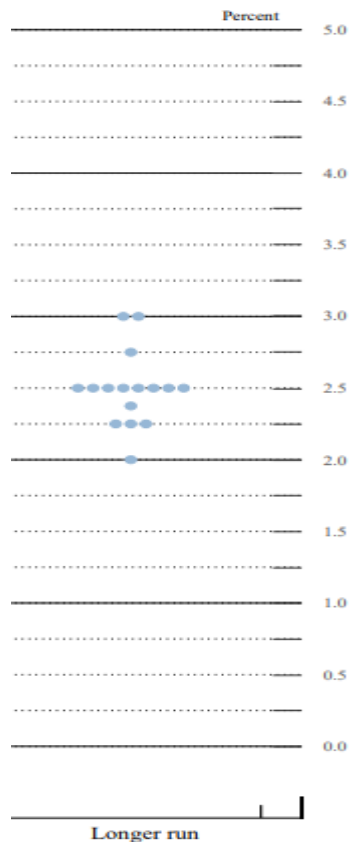
 - A noter: les mouvements de prime de risque peuvent tarder à produire leur effet sur les taux d'intérêt si les entreprises perçoivent leur coût du capital comme rigide (voir l'article récent (en français!) de Patrick Artus sur le site).
- **Les facteurs à la baisse semblent pour l'instant largement 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).
 - **Changement de consensus, fin de l'austérité et acceptation de déficits publics durablement plus élevés (au-delà de l'impact à court terme de l'épidémie)? Voir les articles du site.**
 - Voir sur tous ces sujets l'article parue en 2016 dans la Revue d'Economie Financière (sur le site).

Taux courts d'équilibre (5)

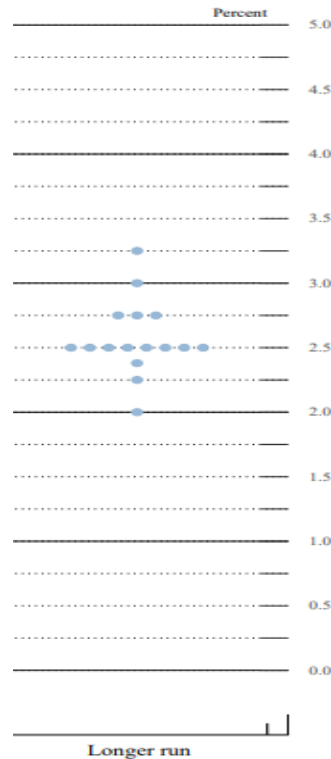
Une synthèse possible....

- 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. 3,5%-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 2020, comme l'année dernière, contre 3,5% en septembre 2015).

September 16, 2020



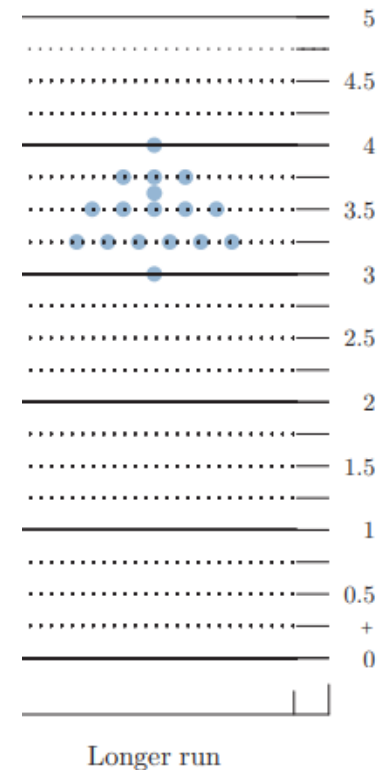
September 18, 2019



September 26, 2018



September 17, 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 (solde des finances publiques 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!).

Profits d'équilibre (1)

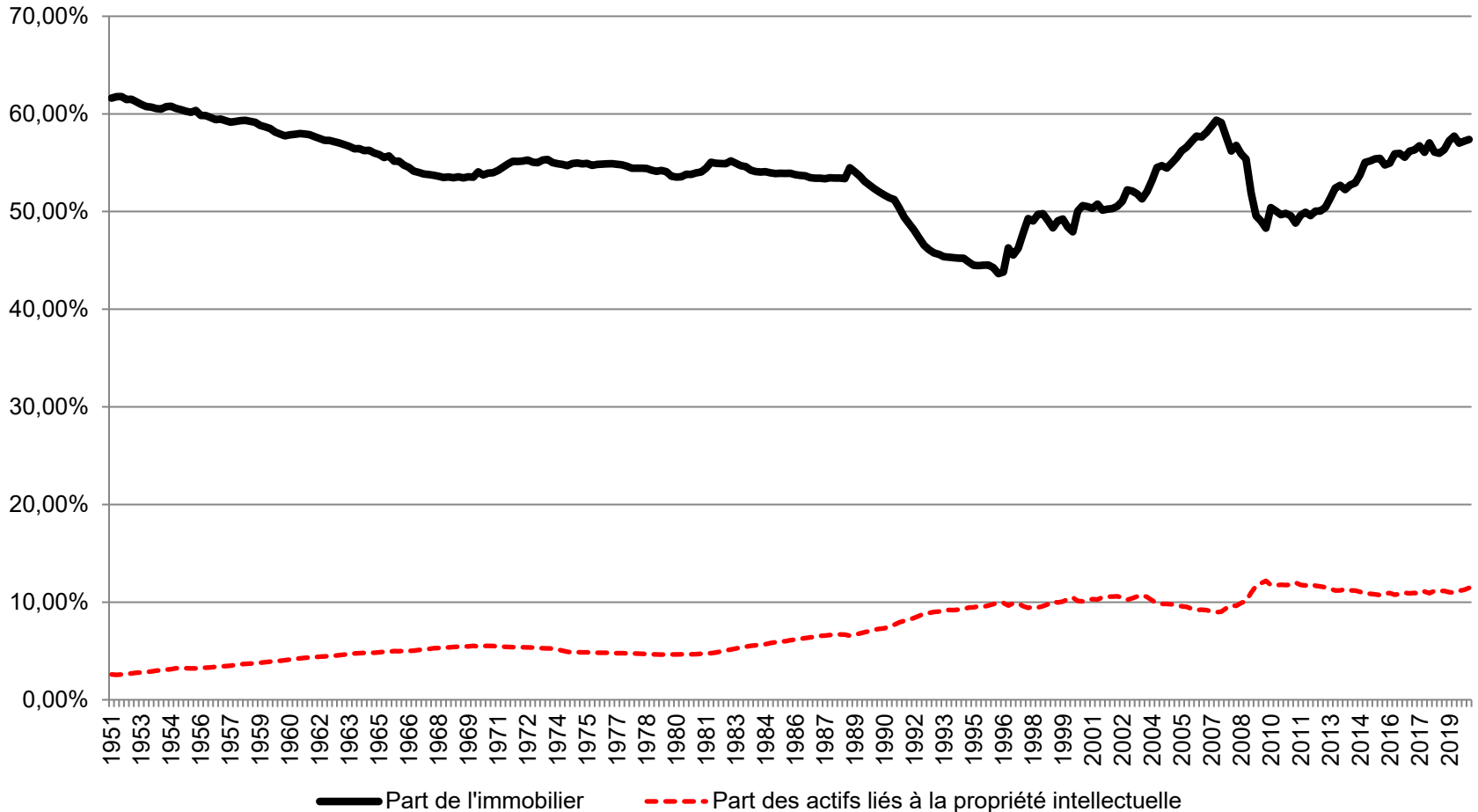
- **Quelle rentabilité pour les entreprises à moyen et long termes?**
 - Une question essentielle pour les fundamentalistes purs.
 - Mais une question conceptuellement difficile!
- **Deux résultats fondamentaux et intimement liés sur des marchés parfaits:**
 - Les entreprises valent la valeur de leurs 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 en principe 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)

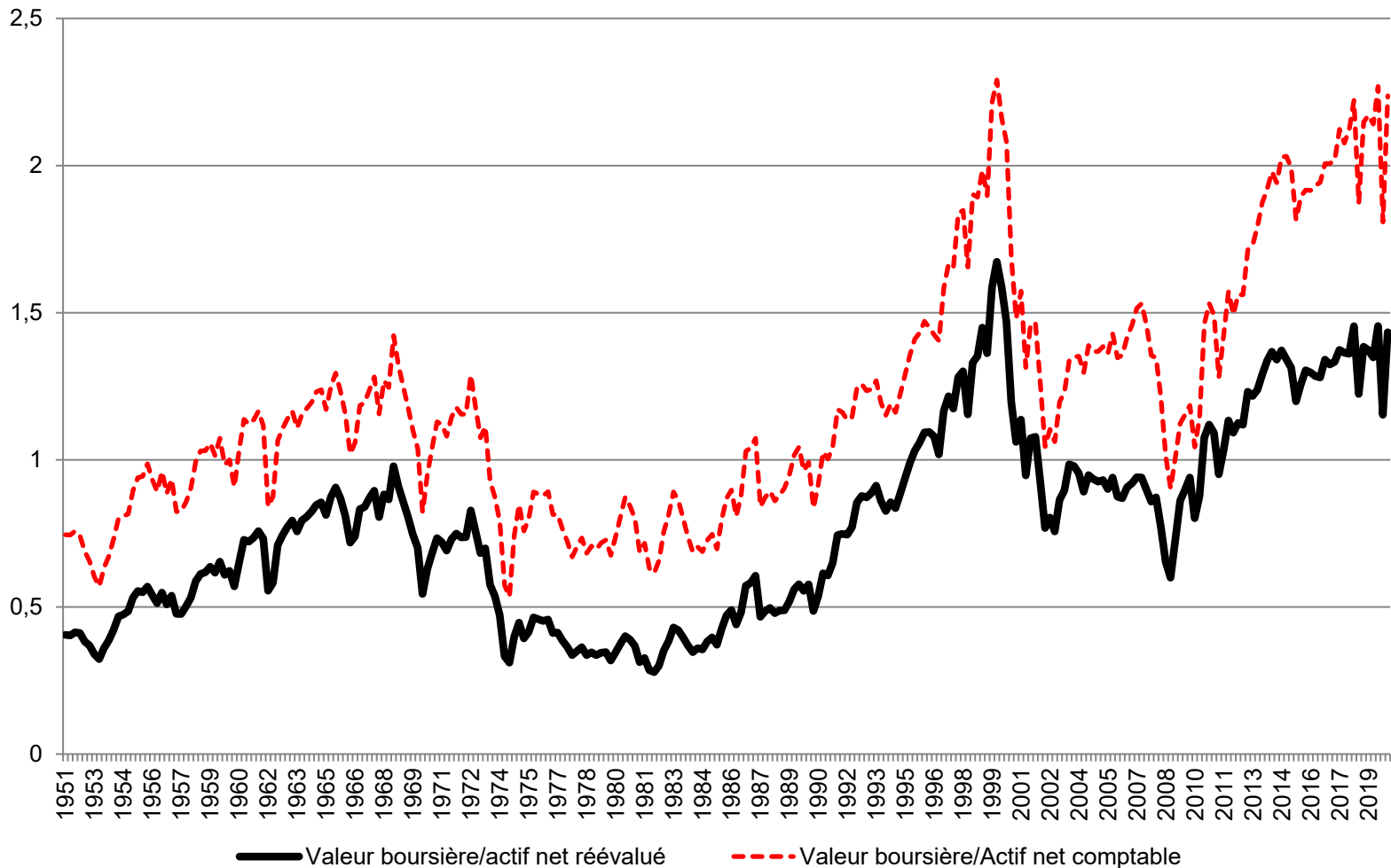
- **Les actifs matériels restent largement dominants.**
 - Mais le constat serait un peu différent sur un champ restreint aux grandes entreprises.



Profits d'équilibre (4)

■ Surprise!

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

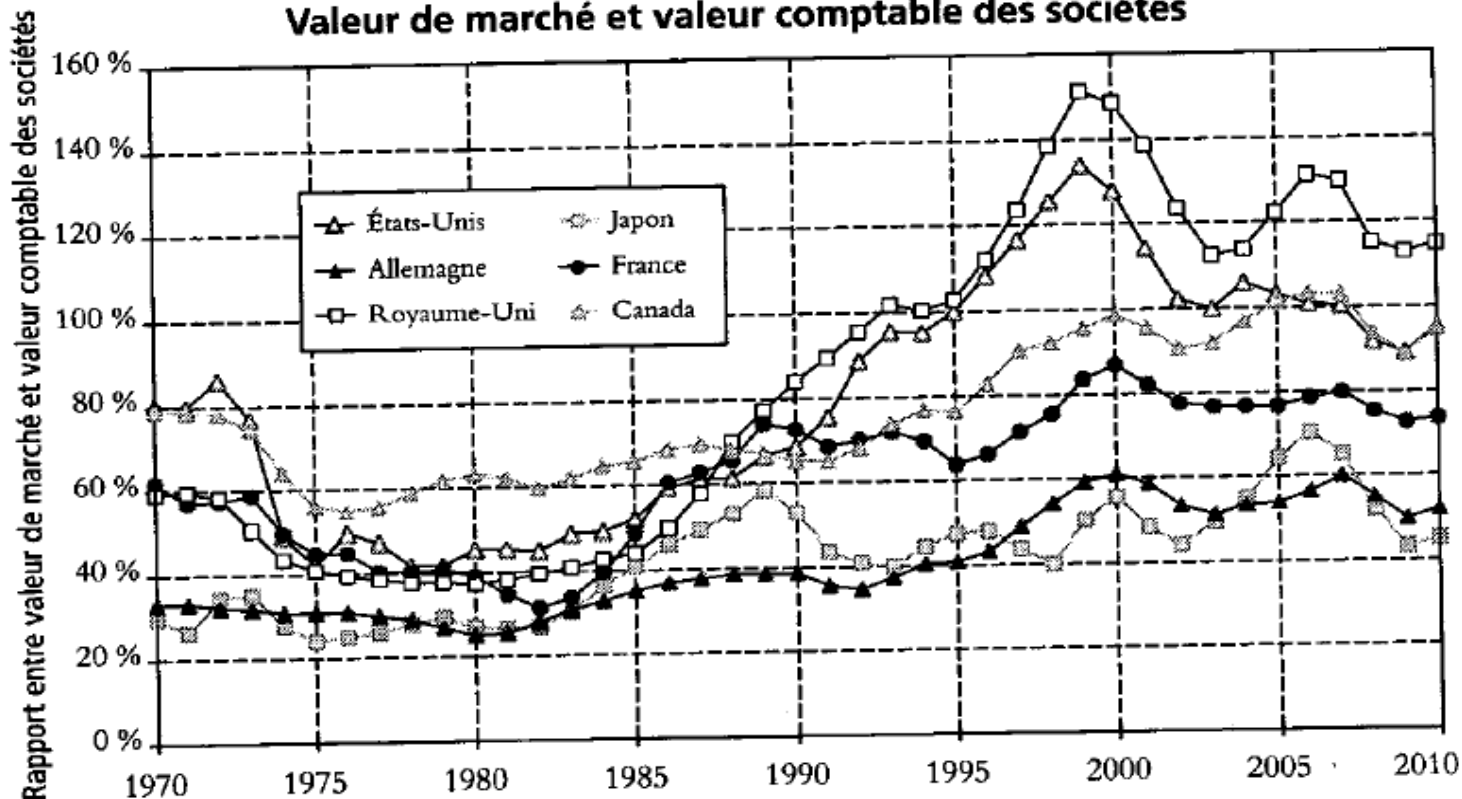


Profits d'équilibre (4bis)

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...)!

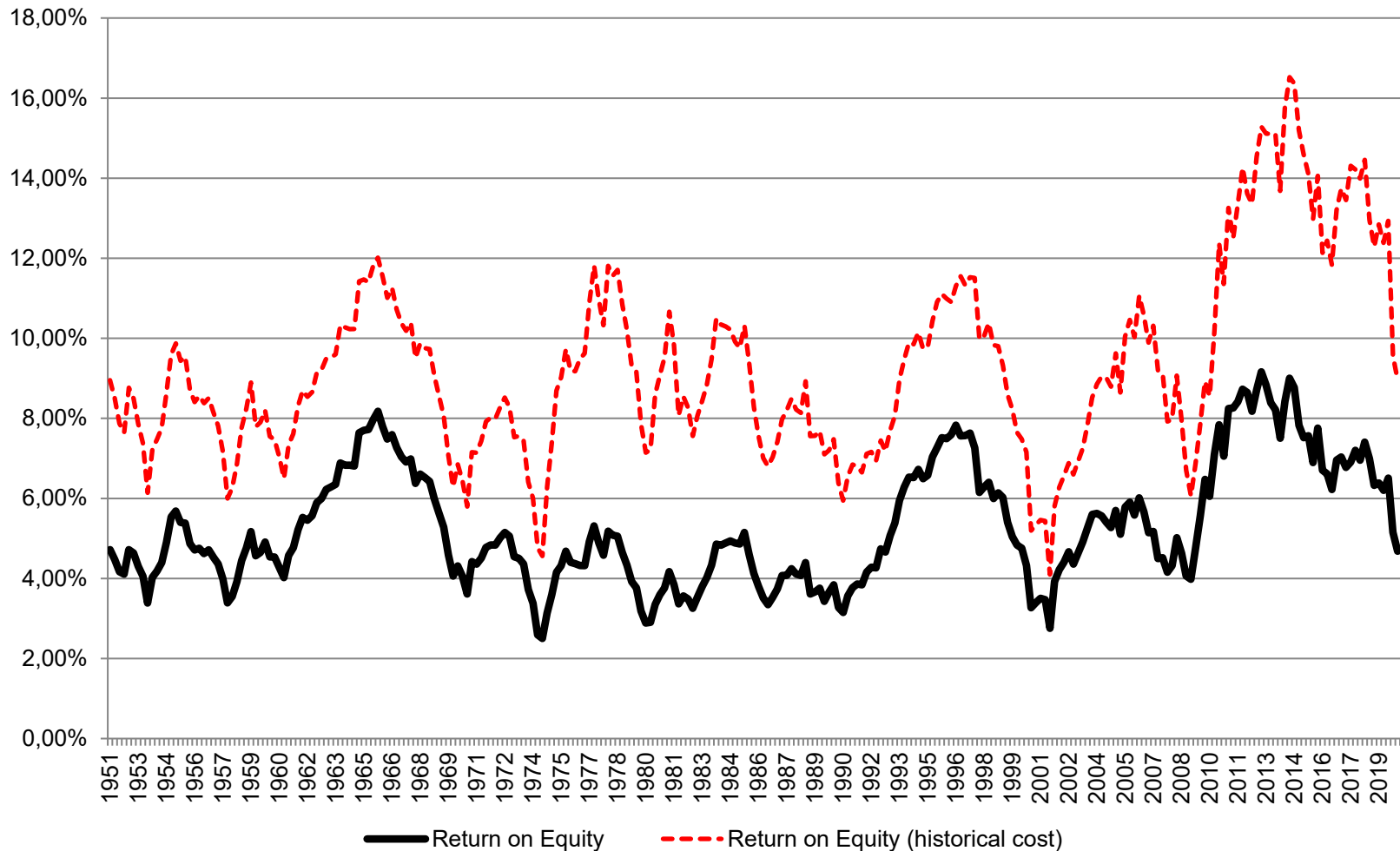
Graphique 5.6.
Valeur de marché et valeur comptable des sociétés



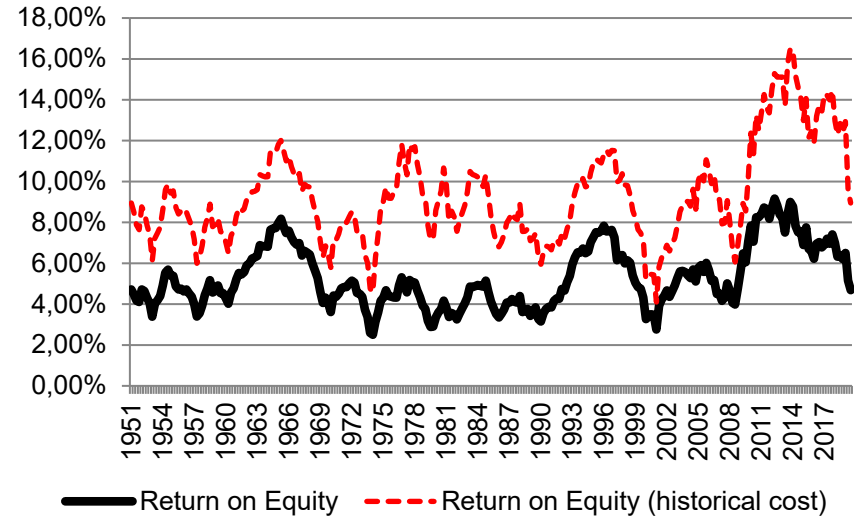
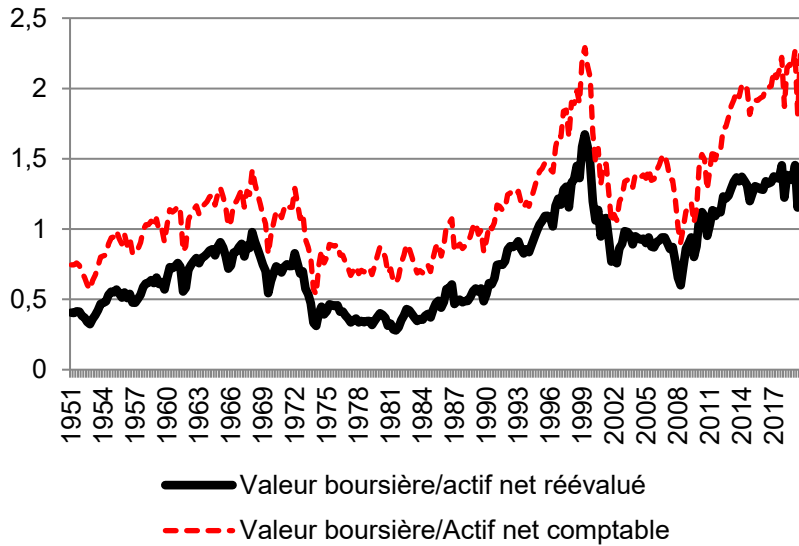
Profits d'équilibre (5)

■ 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?