

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

**Olivier Davanne**

# Où en sommes nous?

---

- Nous avons étudié les déterminants du rendement/coût du capital à long terme.
- Compte-tenu de l'importance du sujet, nous examinons plus en détail le lien entre les différentes notions de rendement du capital et la croissance économique.
- Y a-t-il une raison d'anticiper à long terme la convergence de certaines mesures du rendement du capital (rendement global du capital investi ou taux d'intérêt réel monétaire sans risque) vers la croissance économique?
- Non! La « règle d'or » dit que cette situation aurait certains avantages, mais ne dit pas qu'il y a nécessairement convergence.
- **Rien ne garantit le retour sur la règle d'or!**
  - Si  $r > g$  (nombreuses opportunités d'investissement où l'épargne des ménages peut s'employer), 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!**
  - **Dettes publiques explicites.**
  - 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 surtout quid du risque de remontée des taux si on accroît la dette publique? Voir l'avertissement dans l'article 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: c'est le taux sur une dette perpétuelle!**).

## La règle d'or (3)

- Ce débat est important car dans de nombreux pays, les taux d'intérêt réels à très long terme sont aujourd'hui inférieurs à la croissance économique tendancielle. Le Royaume-Uni semble clairement souffrir d'une situation de sur-accumulation.
- La situation dans les pays de la zone euro est moins extrême. Il sera intéressant de voir comment ces questions seront abordées dans le cadre des discussions à venir sur la réforme du Pacte de Stabilité européen...

### Taux réels sur quelques obligations gouvernementales indexées sur l'inflation (le 13/01/22)

Pays	Maturité	Taux réels
France	10 ans	-1,5%
Royaume-Uni	10 ans	-2,8%
Etats-Unis	10 ans	-0,9%
France	30 ans	-1,1%
Royaume-Uni	30 ans	-2,3%
Etats-Unis	30 ans	-0,2%
Royaume-Uni	50 ans	-2,3%

## La règle d'or (4)

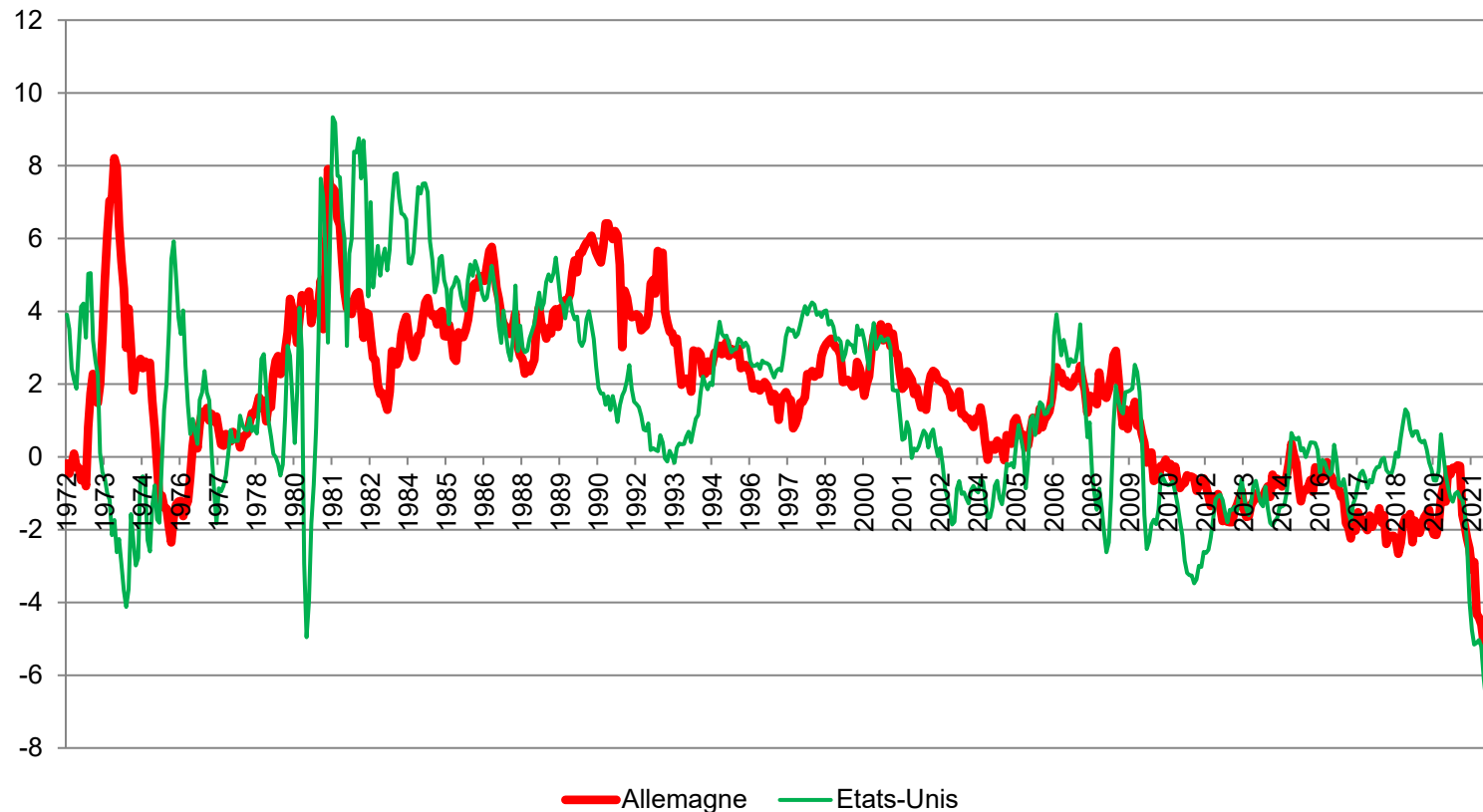
---

- **Cette présentation 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



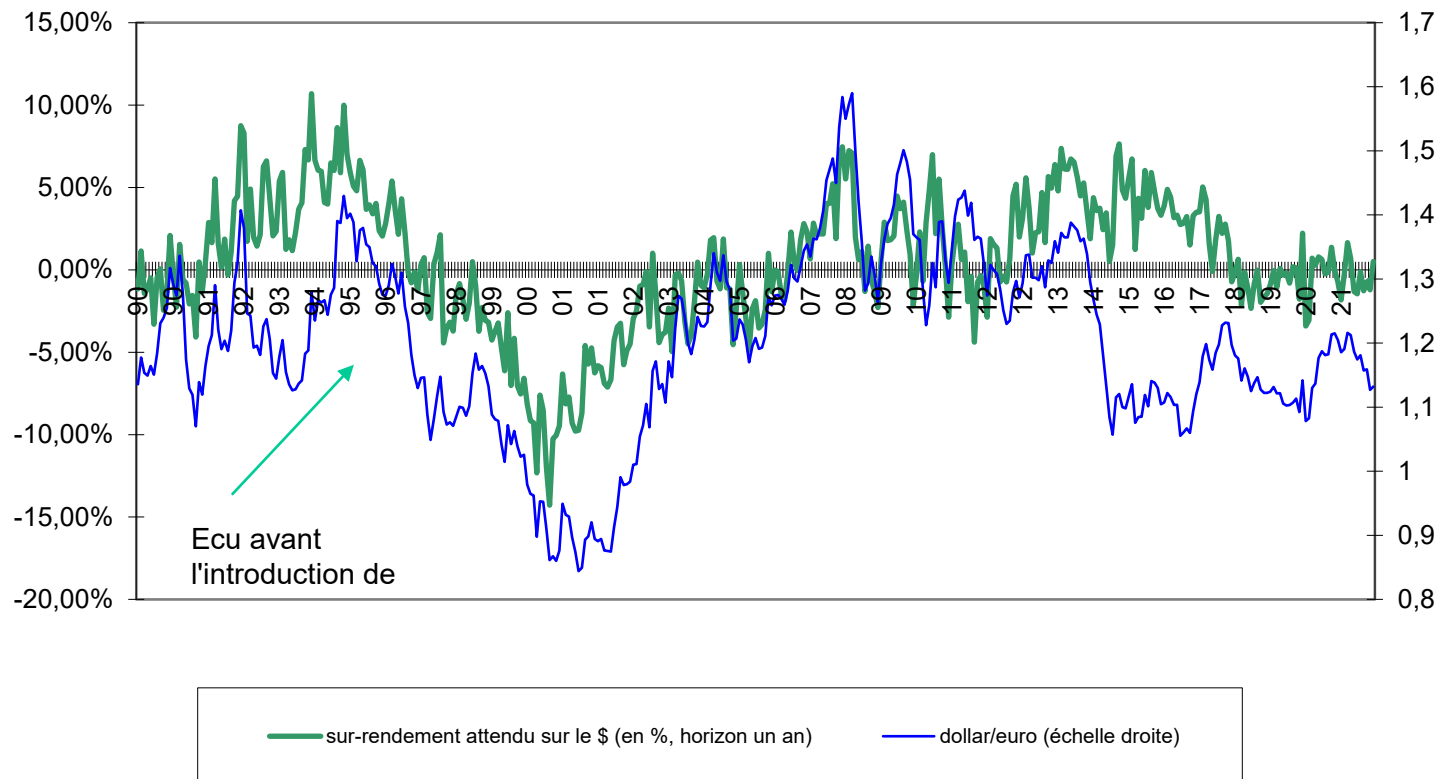
## Taux courts d'équilibre (2)

---

- **Les taux courts réels observés historiquement (graphiques sur 50 ans).**
  - Sur 50 ans, 1,6% en Allemagne et 1,4% aux US.
  - Sur 20 ans, -0,2% en Allemagne et -0,5% aux US (avec prise en compte de l'effondrement historique des taux courts réels en 2021).
- **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, inégalités...) 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 » (10 janvier), \$/€ à 1,132, prévu à 1,138 dans un an. Taux un an: 0,5% aux US et -0,5% dans la zone euro. **Prime implicite à un an (calcul du rendement \$ après portage): +0,5% grâce à l'écart de taux d'intérêt.**
  - Très faible 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  $\beta$ , mais aussi problèmes statistiques (écart entre espérance et pic de vraisemblance, non représentativité des économistes interrogés ...).
- Il faut plutôt regarder la tendance: sur la période récente, les enquêtes semblent en moyenne confirmer des primes de risque faibles sur le dollar.



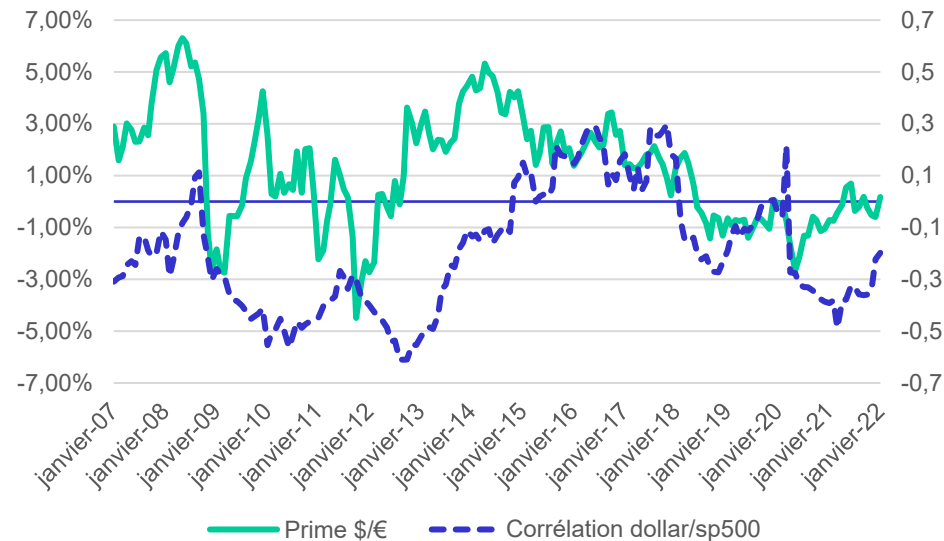


## Taux courts d'équilibre (4)

- En dépit de l'instabilité, sur les trois dernières années, on retrouve autour de 0 de prime de risque.
  - Pas de coût de l'endettement extérieur croissant des Etats-Unis, 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.**

- Pas mon scénario: la période récente a été exceptionnelle avec le dollar soutenu par un effet « bêta » pas très robuste (lors des crises commerciales et sanitaires, le dollar montait).



- Par ailleurs, la dette extérieure continue à croître compte tenu de la politique budgétaire laxiste des Etats-Unis. Retour des primes de risque sur les niveaux élevés des années 2013-2018?

## Taux courts d'équilibre (5)

---

- **This time is different... Raisons plaidant pour des taux d'équilibre mondiaux sensiblement 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 une baisse limitée des taux d'équilibre mondiaux.**
  - 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:**  $r = c_k^{inter} + p_r^e - p_r$  (taux d'intérêt réel dans un pays = 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 d'équilibre si les entreprises perçoivent leur coût du capital comme rigide (voir l'article de l'année dernière (en français!) de Patrick Artus sur le site).