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, notamment dans les débats publics, nous allons examiner 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?

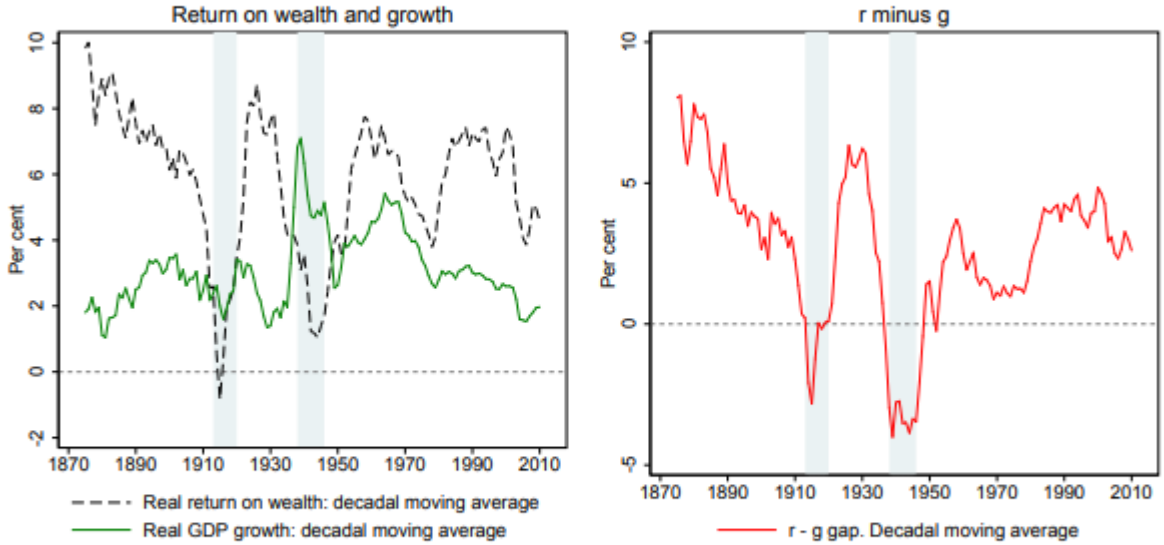
- Non! Le rendement du capital dépend de l'accumulation patrimoniale des ménages et de l'utilisation du capital par les entreprises.

- Historiquement, le rendement du capital a été nettement supérieur à la croissance économiques (avec beaucoup plus de variabilité et d'ambiguïté sur la hiérarchie taux monétaire – croissance).

- Mais que dit alors la « règle d'or »?

L'équilibre du marché des capitaux (8bis)

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.**

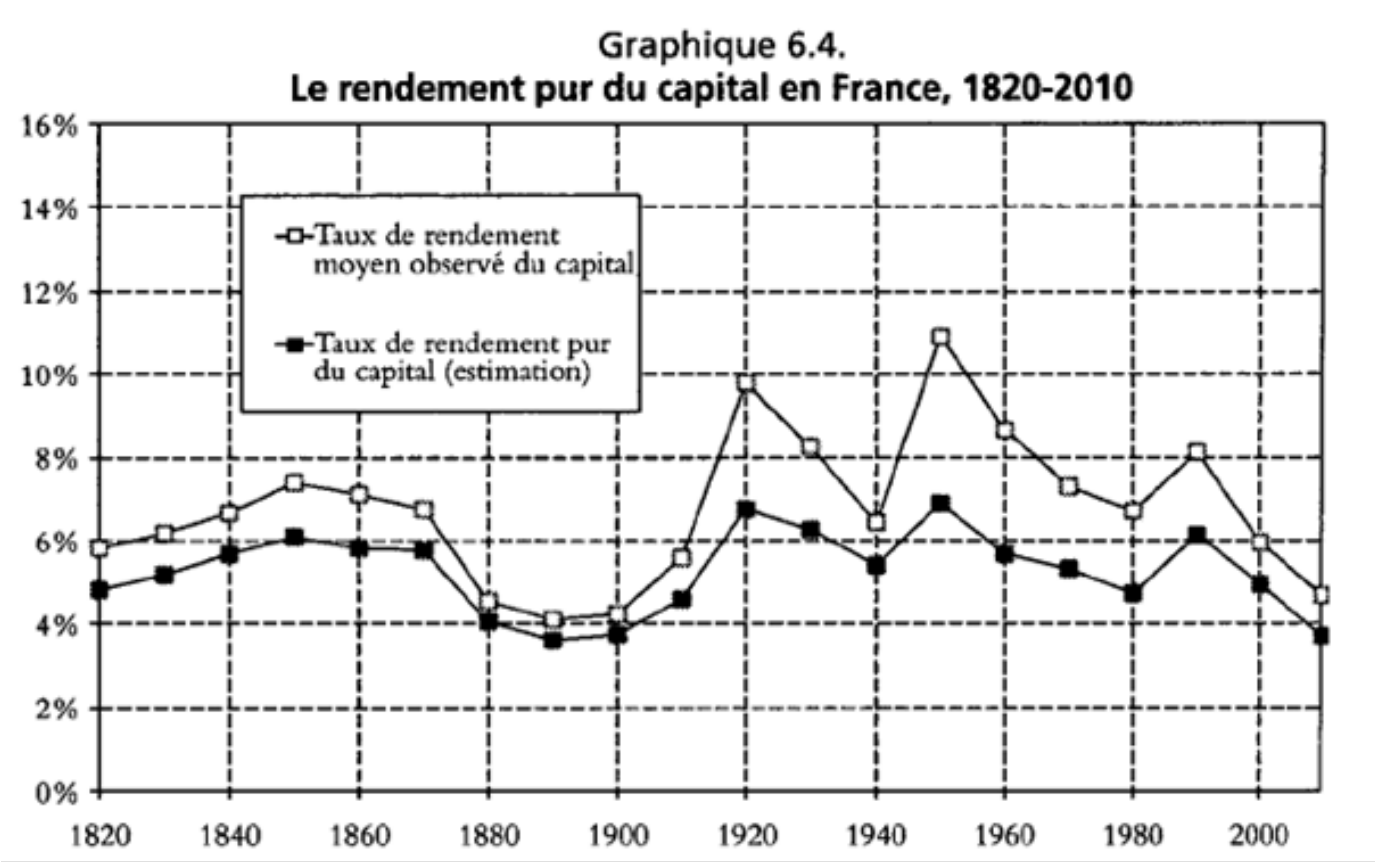
  THE RATE OF RETURN ON EVERYTHING, 1870–2015

  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!**

L'équilibre du marché des capitaux (6) Slide discutée le 21/10/22

- **Petite digression sur la fonction de production Cobb-Douglas…**

$$Q_t = (1+\gamma)^t \,.\, L_t^{\alpha}\, K_t^{1-\alpha}$$

En concurrence parfaite, $(c_k + \delta)K = (1-\alpha)\,Q$

- Soit la part des profits « **bruts** » dans le PIB est stable à **$(1-\alpha)$.**
- Elasticité de substitution « unitaire »: quand le coût du capital augmente, la part des profits est stable car le stock de capital baisse du même pourcentage (et l'emploi augmente).
- La part des revenus du capital dans le PIB n'est donc pas un très bon indicateur de la situation relative des travailleurs et des détenteurs du capital. Il n'est pas seulement dépendant des salaires et du rendement du capital, mais aussi de la quantité de capital utilisée dans l'économie.

- Mais dans la réalité, on considère généralement que la possibilité de substituer du capital au travail est technologiquement un peu moins facile que ne le suppose la Cobb-Douglas. Donc une hausse du rendement du capital s'accompagne plutôt d'une hausse de la part des revenus du capital dans le PIB.

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 capitalistique: un nouvel investissement sans risque I produit r I, mais g I doit être investi pour maintenir l'intensité capitalistique.
  - **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.**
  - 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 ont été pendant plusieurs années très inférieurs à la croissance économique tendancielle. Le Royaume-Uni semble toujours souffrir d'une situation de sur-accumulation.**

Taux réels sur quelques obligations gouvernementales indexées sur l'inflation

Pays	Maturité	Taux réels (le 13/01/22)	Taux réels (le 20/10/22)
France	10 ans	-1,5%	0,5%
Royaume-Uni	10 ans	-2,8%	0,3%
Etats-Unis	10 ans	-0,9%	1,7%
France	30 ans	-1,1%	0,7%
Royaume-Uni	30 ans	-2,3%	0,4%
Etats-Unis	30 ans	-0,2%	1,7%
Royaume-Uni	50 ans	-2,3%	-0,2%

La règle d'or (4)

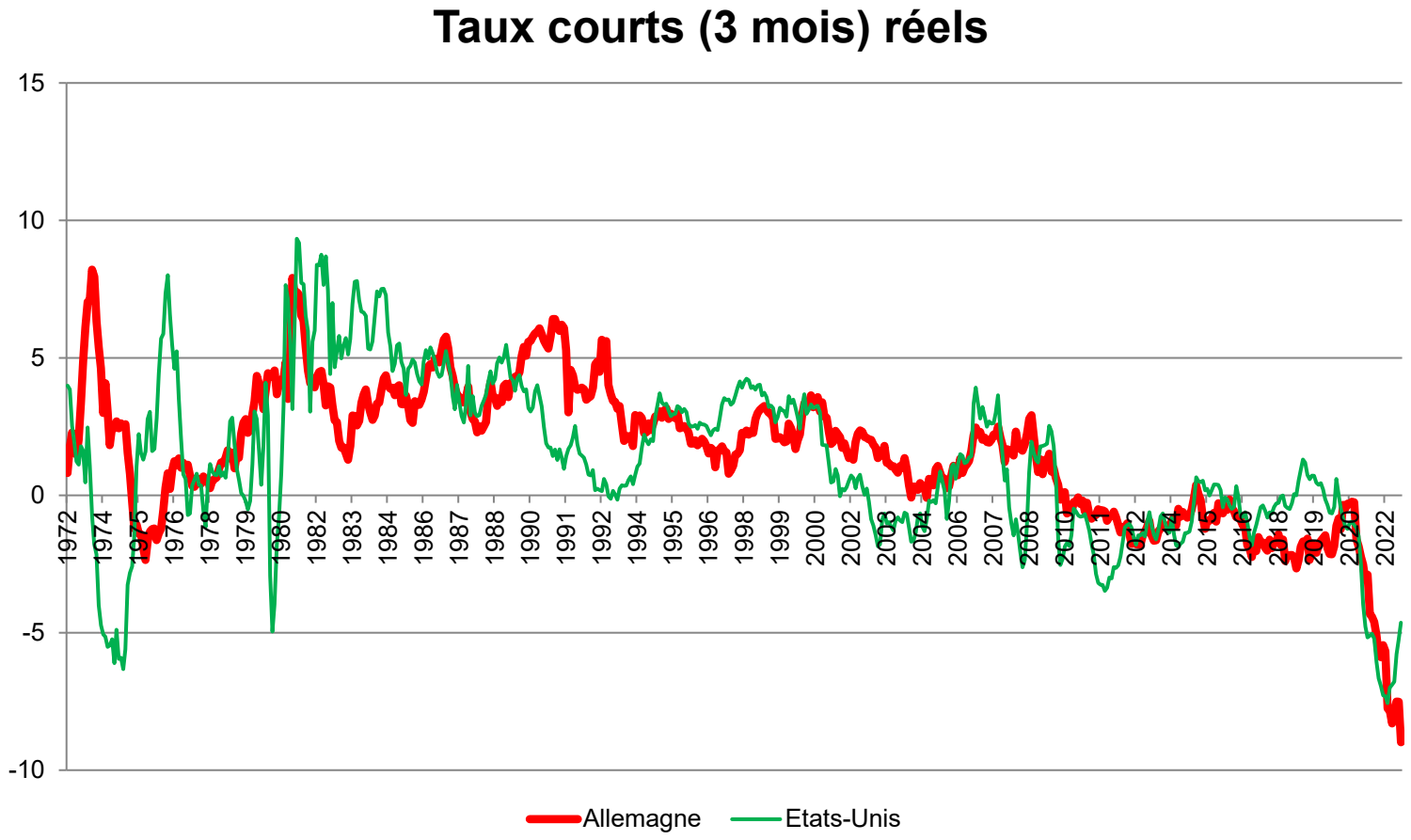
- **Cette présentation de la règle d'or ne veut pas dire qu'il n'y a pas de lien entre croissance économique et rendement du capital/taux d'intérêt réel!**
  - Il y a des facteurs communs.
  - Forte croissance démographique: g élevé et r élevé (cf.. La répartition par âge du patrimoine).
  - Gains de 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 d'équilibre (2)

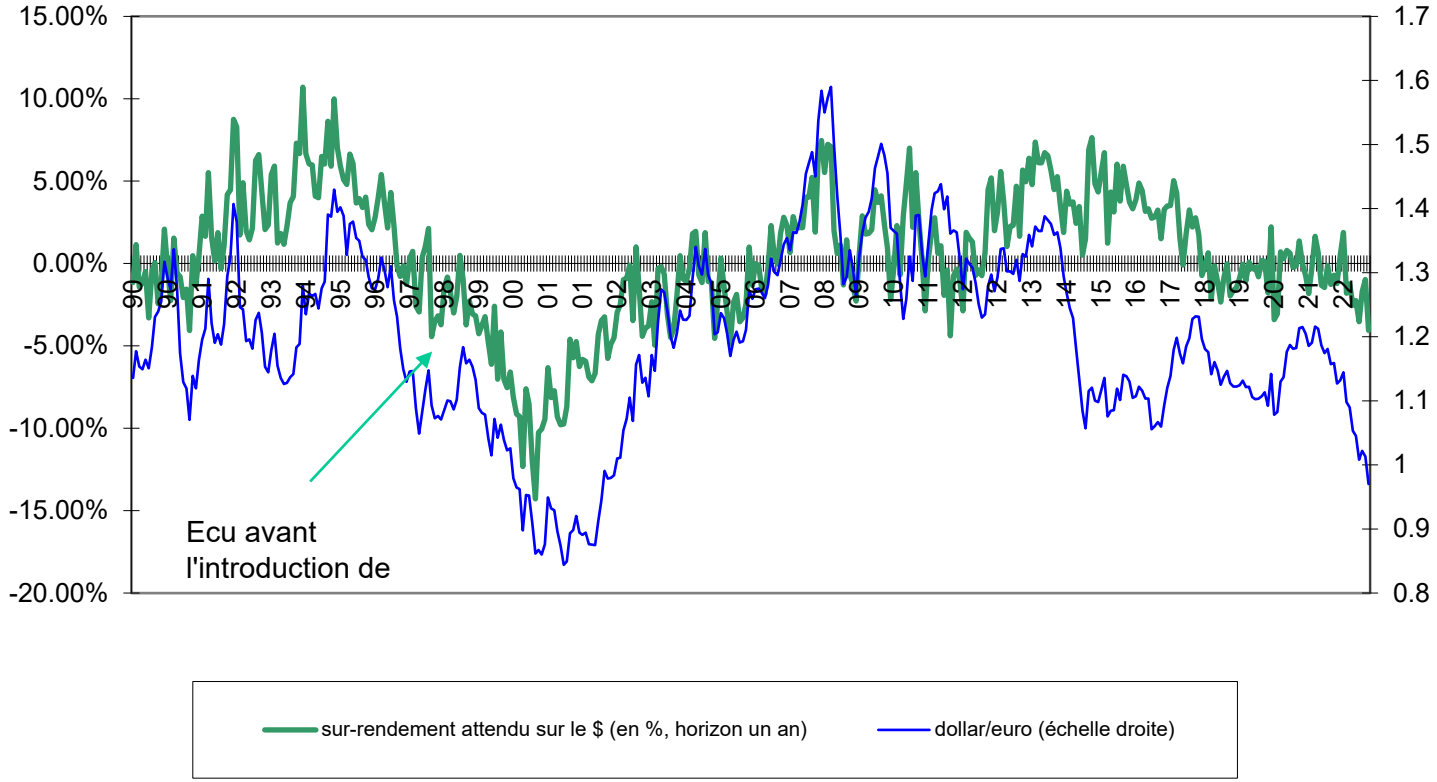
- **Les taux courts réels observés historiquement (graphiques sur 50 ans).**
  - Sur 50 ans, 1,5% en Allemagne et 1,3% aux US.
  - Sur 20 ans, -0,6% en Allemagne et -0,8% aux US (avec prise en compte de l'effondrement historique des taux courts réels en 2021-2022).

- **Quel équilibre à moyen terme pour les taux nominaux?**
  - Avec l'inflation attendue et les taux réels observés sur 50 ans, autour de 3,5% en zone euro comme aux US.
  - Mais il y a des raisons d'attendre un résultat différent!
  - Des taux plus bas (vieillissement, 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 octobre), $/€ à 0,97 prévu à 1,034 dans un an. Taux un an: 4,75% aux US et 2,5% dans la zone euro. **Prime implicite à un an (calcul du rendement $ après portage): -4.1% grâce à l'appréciation prévue de l'euro et en dépit de l'écart de taux d'intérêt.**
  - Aucun coût de la dette extérieure? Des taux courts d'équilibre beaucoup plus bas aux US??

Taux courts d'équilibre (3)

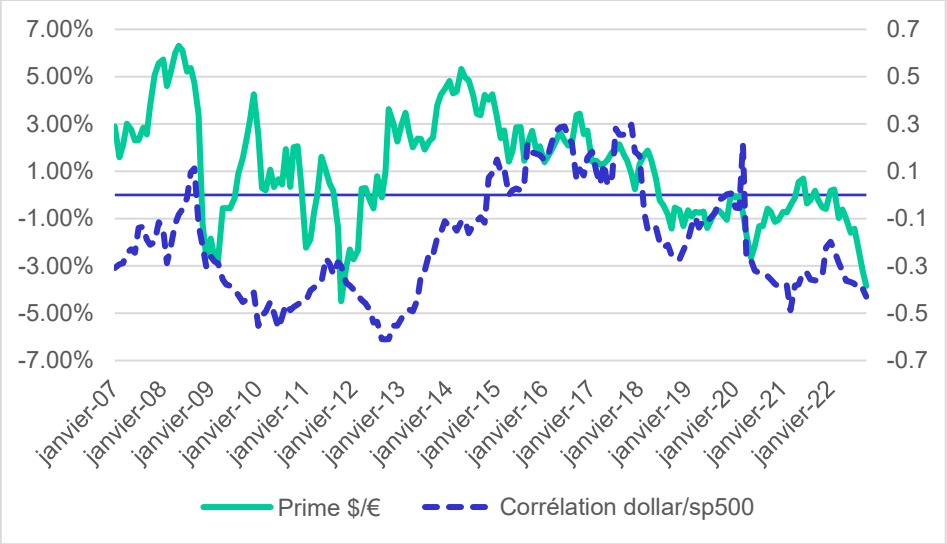
- A noter: Ces primes de risque révélées par les enquêtes sont instables (reflet de la réalité, variabilité des β, mais aussi problèmes statistiques (écart entre espérance et pic de vraisemblance, non représentativité des économistes interrogés …).
- Il faut plutôt regarder la tendance: depuis mars 2022, les enquêtes semblent en moyenne confirmer des primes de risque significatives en faveur du dollar (2,3%).



Taux courts d'équilibre (4)

- **Mais sur les trois années précédentes, on retrouve autour de 0 de prime de risque.**
  - Pas de coût de l'endettement extérieur croissant des Etats-Unis, des taux réels d'équilibre même peut-être plus élevés dans la zone euro?
  - **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 « béta » pas très robuste (lors des crises commerciales et sanitaires, le dollar montait, les mauvaises nouvelles en provenance d'Ukraine font baisser l'euro et les bourses, les tensions inflationnistes aussi). A terme, corrélation proche de 0?



  - 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.

- **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).