

Flash Economie

3 février 2021 - 82

Peut-on rendre compatibles l'approche par le rééquilibrage de portefeuille et l'approche fondamentale pour la valorisation des actifs ?


L'approche par le rééquilibrage de portefeuille des prix des actifs est la suivante : la monnaie et les autres actifs (obligations, actions, immobilier) doivent représenter une partie stable de la richesse totale.

Si l'offre de monnaie augmente, la richesse totale doit évoluer comme l'offre de monnaie, ce qui est obtenu par une hausse des prix des autres actifs semblable à celle de l'offre de monnaie.

L'approche fondamentale est connue : le prix d'un actif (action, immobilier) est la somme actualisée des revenus futurs que procure la détention de l'actif. Il n'y a donc aucune raison pour que le prix d'un actif venant du rééquilibrage de portefeuille soit identique au prix fondamental d'un actif.

Quelles sont alors les possibilités ?

- Les prix des actifs financiers et immobiliers divergent durablement de leur valeur fondamentale, et ce d'autant plus que l'offre de monnaie croît rapidement ;
- les prix des actifs financiers et immobiliers rechutent et retombent à leur valeur fondamentale, et les agents économiques finissent par accepter une forte hausse du poids de la monnaie dans la richesse ;
- les investisseurs croient que l'offre de monnaie va suivre une trajectoire qui rend compatibles les deux approches de la détermination des prix des actifs.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

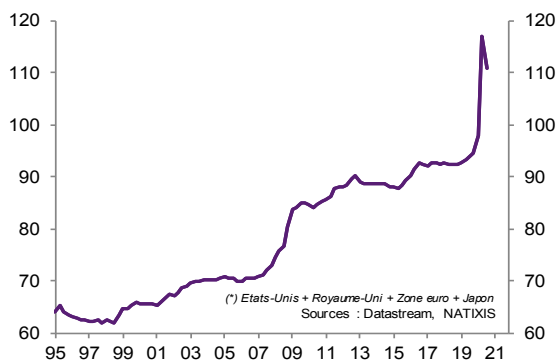
www.research.natixis.com

Avec le rééquilibrage de portefeuille, croissance de la richesse parallèle à celle de l'offre de monnaie

Nous utilisons ici l'approche par le rééquilibrage de portefeuille.

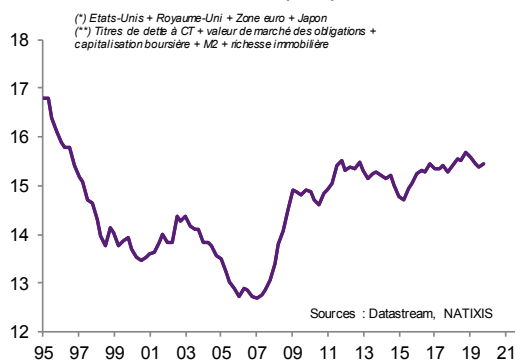
Les politiques monétaires expansionnistes (nous regardons les pays de l'OCDE) conduisent à une **hausse de M2** (de l'offre de monnaie pour les agents économiques non bancaires) **relativement au PIB** (graphique 1).

Graphique 1
OCDE* : masse monétaire M2
(en % du PIB valeur)

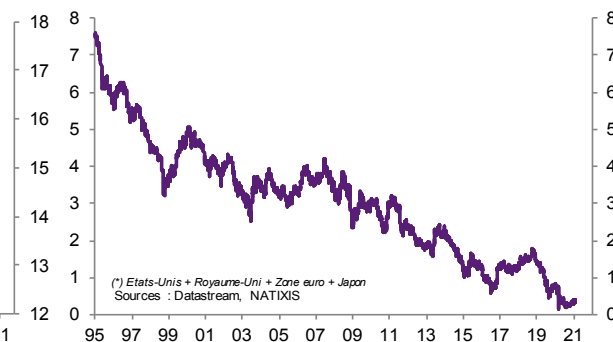


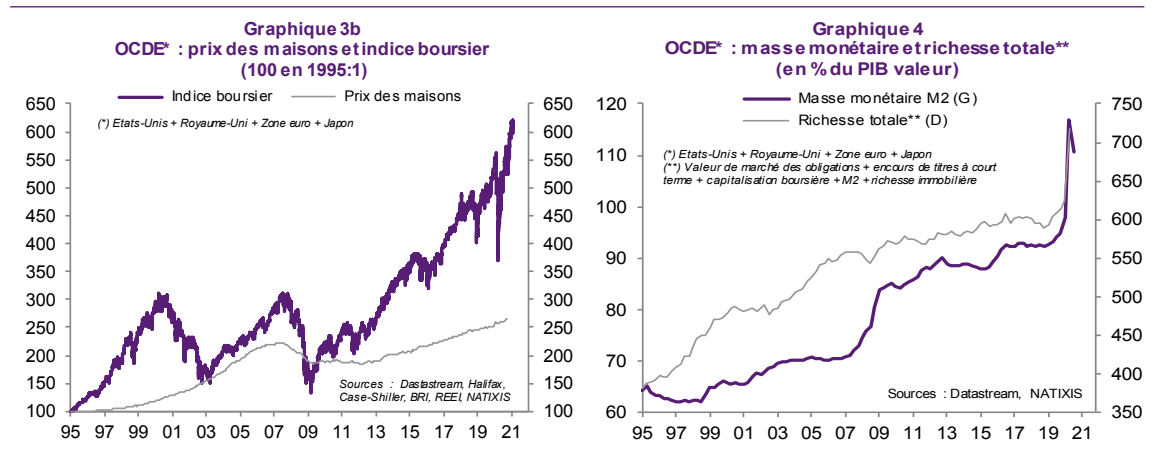
Le rééquilibrage de portefeuille a pour objectif de stabiliser le poids de la monnaie dans la richesse (graphique 2) : ceci est réalisé par le réinvestissement de la monnaie dans les autres classes d'actifs qui fait **monter les prix de ces actifs** (obligations, **graphique 3a**, actions et immobilier, **graphique 3b**), et conduit à ce que **la richesse croisse comme la monnaie par rapport au PIB** (graphique 1, **graphique 4**).

Graphique 2
OCDE* : poids de la monnaie dans la richesse
totale** (en %)



Graphique 3a
OCDE* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts
d'Etat (en %)



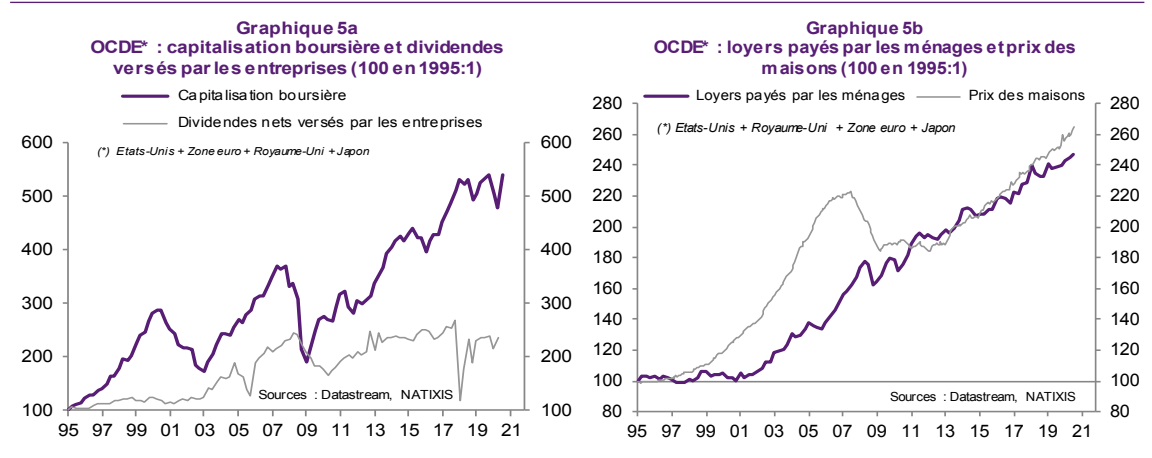


Avec l'approche par le rééquilibrage de portefeuille, les prix des actifs financiers et immobiliers et la richesse sont déterminés par l'offre de monnaie.

L'approche fondamentale est très différente

Avec l'approche fondamentale, le prix d'un actif est la somme actualisée des revenus futurs qu'il procure.

Le **taux d'intérêt à long terme** varie avec les taux d'intérêt à court terme anticipés ; les **cours boursiers** avec la somme actualisée des dividendes (**graphique 5a**) ; les **prix de l'immobilier** avec la somme actualisée des loyers (**graphique 5b**).



Il n'y a donc aucune raison pour que les prix des actifs qui viennent de l'approche fondamentale correspondent à ceux qui viennent du rééquilibrage de portefeuille. En particulier, si l'offre de monnaie augmente rapidement, les prix des actifs vont augmenter rapidement avec le rééquilibrage de portefeuille, pas ceux qui sont cohérents avec l'approche fondamentale.

Synthèse : comment l'approche de portefeuille et l'approche fondamentale peuvent-elles être réconciliées ?

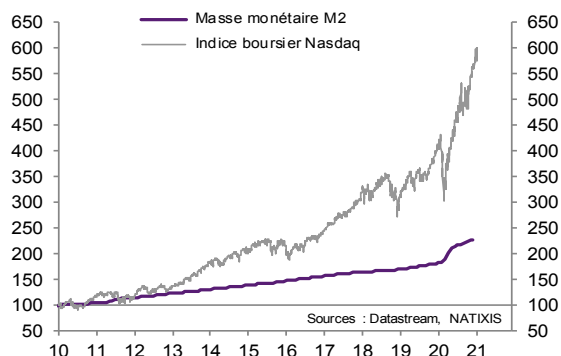
L'Annexe 1 analyse en théorie la formation des prix des actifs par l'approche fondamentale et celle par le rééquilibrage de portefeuille.

Pour que les deux théories existent parallèlement pour déterminer les prix des actifs, il y a trois possibilités :

1. Les prix des actifs financiers et immobiliers divergent durablement de leur valeur fondamentale, et ce d'autant plus que l'offre de monnaie croît rapidement.

C'est ce qu'on voit aujourd'hui par exemple pour les actions des sociétés technologiques aux États-Unis (graphique 6).

Graphique 6
Etats-Unis : M2 et indice boursier Nasdaq
(100 en 2010 : 1)

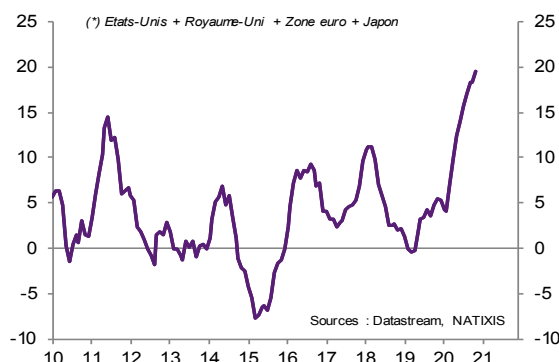


2. Les prix des actifs financiers et immobiliers rechutent et retombent à leur valeur fondamentale, ce qui force les agents économiques à accepter une forte hausse du poids de la monnaie dans la richesse. C'est ce qu'on a vu par exemple en 2008-2009 (graphique 3b, graphique 2).

3. Les investisseurs-épargnants croient que l'offre de monnaie va suivre une trajectoire qui rend compatibles les deux approches de la détermination des prix des actifs (voir l'Annexe 1).

Il faudrait par exemple aujourd'hui que les épargnants n'anticipent pas une croissance trop rapide de l'offre de monnaie (graphique 7), ce qui n'est probablement pas le cas.

Graphique 7
OCDE* : masse monétaire M2 (GA en %)



On voit donc bien le problème : il n'y a aucune raison pour que les deux modèles possibles de détermination des prix des actifs conduisent au même résultat, ce qui entraîne la **domination**, d'une manière qui peut être instable dans le temps, d'un modèle par l'autre.

Annexe 1

Peut-on réconcilier l'approche par le rééquilibrage de portefeuille et l'approche fondamentale ?

La richesse se compose de trois actifs :

- la **monnaie** ; M_t est la quantité de monnaie ;
 - les **obligations** ; leur nombre est fixe D ; leur prix est $d_t = \frac{1}{R_t}$. Ce sont des perpétuités ; le taux d'intérêt à long terme est R_t ;
 - un **actif**, de nombre A , de prix q_t , versant un revenu a ;
1. **l'approche par le rééquilibrage de portefeuille** implique que ces trois actifs ont des poids fixes dans la richesse W_t .

$$(1) \begin{cases} M_t = \alpha W_t \\ Dd_t = \beta W_t \\ q_t A = (1 - \alpha - \beta) W_t \end{cases}$$

L'offre de monnaie est contrôlée par la Banque Centrale. On a donc :

$$(2) \begin{cases} W_t = \frac{M_t}{\alpha} \\ Dd_t = \frac{\beta}{\alpha} M_t = \frac{D}{R_t} \\ Aq_t = \frac{(1 - \alpha - \beta)}{\alpha} M_t \end{cases}$$

Les prix des actifs évoluent comme l'offre de monnaie.

2. **l'approche fondamentale pour le prix de l'actif** conduit à :

$$(3) q_t = \frac{E_t(q_{t+1}) + a}{1 + R_t}$$

$E_t(q_{t+1})$ est l'espérance en t du prix de l'actif en $t + 1$.

Le problème est que **(2) et (3) ne sont pas compatibles**.

On écrit la solution suivante pour le prix de l'actif :

$$(4) q_t = \hat{q}_t + B_t$$

\hat{q}_t est le prix fondamental de l'actif en t .

$$(5) \hat{q}_t = \frac{a}{1 + R_t} + E_t \left\{ \frac{a}{(1 + R_t)(1 + R_{t+1})} + \frac{a}{(1 + R_t)(1 + R_{t+1})(1 + R_{t+2})} + \dots \right\}$$

B_t est une bulle, telle que :

$$(6) E_t(B_{t+1}) = (1 + R_t) B_t$$

Pour que l'approche par le rééquilibrage de portefeuille et l'approche fondamentale soient cohérentes, il faut donc qu'on ait :

$$(7) \begin{cases} \hat{q}_t + B_t = \frac{1-\alpha-\beta M_t}{\alpha A} \\ \hat{q}_{t+1} + B_{t+1} = \frac{1-\alpha-\beta M_{t+1}}{\alpha A} \end{cases}$$

d'où

$$(8) \hat{q}_t + B_t - \frac{E_t(\hat{q}_{t+1} + B_{t+1})}{1+R_t} = \frac{a}{1+R_t} = \frac{1-\alpha-\beta}{\alpha A} \left(M_t - \frac{E_t(M_{t+1})}{1+R_t} \right)$$

d'où

$$(9) E_t(M_{t+1}) = (1+R_t)M_t - \frac{\alpha A a}{(1-\alpha-\beta)}$$

puisque

$$(10) R_t = \frac{D\alpha}{\beta M_t}$$

(9) se réécrit :

$$(11) E_t(M_{t+1}) = M_t + \alpha \left(\frac{D}{\beta} - \frac{Aa}{1-\alpha-\beta} \right)$$

quelle que soit la bulle B_t .

Appelons ε_t l'écart entre le prix de l'actif qui vient du rééquilibrage de portefeuille et le prix fondamental de l'actif.

$$(12) \varepsilon_t = \frac{1-\alpha-\beta}{\alpha A} M_t - \hat{q}_t$$

On a

$$(13) E_t(\varepsilon_{t+1}) - (1+R_t)\varepsilon_t = \frac{1-\alpha-\beta}{\alpha A} (E_t(M_{t+1}) - (1+R_t)M_t) + a$$

si

$$(14) E_t(M_{t+1}) - (1+R_t)M_t + \frac{\alpha A a}{1-\alpha-\beta} > 0$$

Ce qui est équivalent à :

$$(15) E_t(M_{t+1}) - M_t + \frac{\alpha A a}{1-\alpha-\beta} - \frac{D\alpha}{\beta} > 0$$

Alors l'écart croît continûment.