

Flash Economie

6 décembre 2019 - 1625

Le concept de valeur fondamentale a disparu sur les marchés financiers et immobiliers avec les taux d'intérêt anormalement bas

Nous allons illustrer ce point par le cas de la zone euro.

Lorsque le taux d'intérêt à long terme accru d'une prime de risque normale est semblable ou inférieur au taux de croissance, la valeur actualisée des revenus futurs fournis par un actif tend vers l'infini. On n'a donc plus de base pour calculer la valeur fondamentale des actifs, ce qui est grave.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

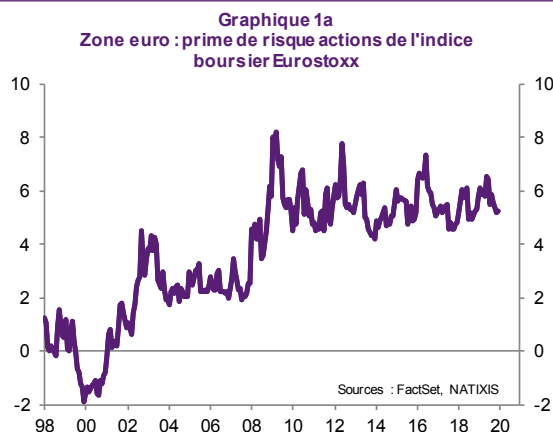
www.research.natixis.com

Le taux d'intérêt à long terme accru d'une prime de risque normale est inférieur au taux de croissance

Nous allons prendre l'exemple des actions et de l'immobilier dans la zone euro.

1. Actions de la zone euro

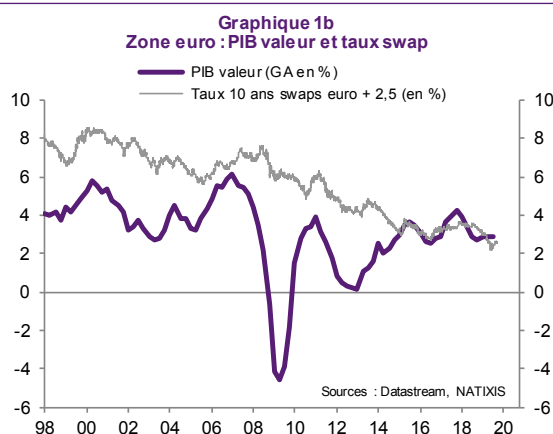
Le graphique 1a montre la prime de risque actions sur l'Eurostoxx.



Son niveau très élevé depuis la crise de 2008 ne révèle pas une prime de risque actions en réalité élevée, mais résulte précisément de ce que nous analysons ici, l'incapacité à calculer la valeur actualisée des dividendes futurs : pour réconcilier cette valeur actualisée avec les cours boursiers, il faut faire l'hypothèse d'une prime de risque très élevée.

Prenons donc comme prime de risque actions normale la valeur observée avant 2008 : 250 points de base.

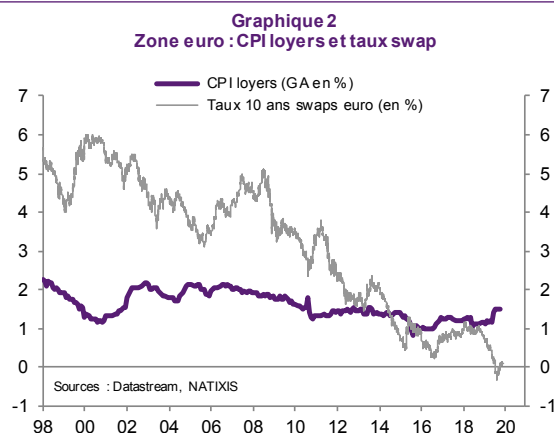
On peut alors **comparer le taux d'intérêt des swaps à 10 ans sur l'euro accru de 250 points de base et la croissance nominale de la zone euro (graphique 1b).**



On voit que **le taux d'intérêt à long terme accru de la prime de risque actions normale est semblable ou inférieur à la croissance en valeur depuis 2015.**

2. Immobilier résidentiel de la zone euro

Nous comparons ici le taux d'intérêt à long terme à la croissance des loyers (graphique 2).



On voit que l'écart entre taux d'intérêt à long terme et croissance des loyers est normalement de 400 points de base.

Dans la période récente au contraire le taux d'intérêt à long terme accru de la prime de risque normale sur l'immobilier est inférieur au taux de croissance des loyers (c'est le cas depuis 2014).

Synthèse : disparition de la valeur fondamentale des actifs

La valeur fondamentale d'un actif est calculée comme :

$$\text{valeur fondamentale} = \frac{\text{Revenu de l'actif}}{\text{taux d'intérêt à long terme} + \text{Prime de risque} - \text{Croissance du revenu de l'actif}}$$

Or, nous l'avons vu, dans la période récente, **le taux d'intérêt à long terme accru de la prime de risque est inférieur à la croissance des revenus** :

$$\text{Taux d'intérêt à long terme} + \text{Prime de risque} < \text{Taux de croissance du revenu}$$

Ceci veut dire que **la valeur fondamentale de tous les actifs tend vers l'infini, ce calcul de valeur fondamentale n'a plus de sens.**

On peut actualiser des revenus futurs que si le taux d'actualisation est supérieur au taux de croissance de ces revenus.

Ceci pose un vrai problème : si on ne sait plus calculer la valeur fondamentale d'un actif financier ou immobilier, **il n'y a plus de référence sur les marchés de ces actifs, il peut y avoir une forte instabilité des prix de ces actifs.**