

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Dynamiques et prévisions économiques à court terme (1)

- Les économies ne sont pas toujours sur un sentier de croissance équilibré (taux de chômage structurel, taux d'intérêt stables, rentabilité des entreprises stable, volatilité limitée sur les marchés financiers...)!
 - **Chocs de demande** (externes – relance budgétaire US, récession chinoise... ou internes – plan d'austérité, explosion d'une bulle immobilière...).
 - **Chocs d'offre** (crise sociale et hausse des salaires, forte hausse/baisse du prix des matières premières, qui est à la fois un choc d'offre et de demande).
- Le retour à l'équilibre peut être lent et chaotique:
 - Chômage anormalement élevé (ou trop bas, et surchauffe).
 - Taux d'intérêt, cours de bourse, taux de change éloignés de l'équilibre.
 - Pourquoi??

Dynamiques et prévisions économiques à court terme (2)

- **Deux phénomènes clefs à garder en mémoire:**
 - ***La rigidité de court terme des prix et des salaires.*** Il peut apparaître un déséquilibre en l'offre et la demande sur un marché sans que les prix ne réalisent l'équilibre. **Cette rigidité des prix et des salaires explique la difficulté à lutter contre le chômage.**
 - ***L'existence de différents « coûts d'ajustements ».*** Même si les prix s'ajustent, l'impact économique peut être lent à se produire. Du côté de l'offre: si on améliore les marges des entreprises, elles ne vont pas améliorer immédiatement la qualité de leurs produits et leur compétitivité hors-prix. Symétriquement, les consommateurs ne vont pas immédiatement changer leurs comportements (cf.. La discussion précédente sur les élasticités-prix du commerce extérieur). **Ces coûts d'ajustement contribuent à l'instabilité financière.**
- **Nous allons détailler rapidement ces deux phénomènes clefs et leurs conséquences.**

La rigidité des prix et des salaires (1)

- Les économistes insistent généralement sur la rigidité de court terme des salaires, mais celle des prix joue également un rôle important dans la dynamique économique.
- La rigidité de court terme des salaires:
 - **Salaires minimum**: rigidité de court terme et de long terme (impact sur le chômage structurel).
 - Rôle ambigu de l'autre facteur essentiel de chômage structurel: le poids des « insiders » dans la négociation salariale. Les « insiders » vont être sensibles au risque de chômage dans un premier temps, mais la pression au ralentissement des salaires va s'atténuer dès que l'économie se stabilise.
 - Contrats salariaux sur un an ou parfois plus.
 - **Le rôle du capital humain spécifique**. Même dans les économies sans salaire minimum ou « syndicats corporatistes », les salaires ne s'ajustent pas très rapidement.
 - **La négociation salariale est difficile**: pas de règle objective de répartition des bénéfices du capital humain spécifique et en règle générale, les deux parties ont intérêt à faire évoluer les salaires entre deux négociations approfondies selon des normes implicites simples (comme les prix ou comme la moyenne des salaires....).

La rigidité des prix et des salaires (2)

- **La rigidité de court terme des prix:**

- *Les économistes préfèrent souvent insister sur les dysfonctionnements du marché du travail que sur ceux du marché des biens....*
- Le modèle intellectuellement dominant est celui de la concurrence monopolistique.

$$p = c_n \varepsilon / (\varepsilon - 1)$$

- Flexibilité des prix, avec application d'une marge grâce au pouvoir de marché.

- **Deux phénomènes économiques clefs difficiles à expliquer dans ce cadre:**

- La relative stabilité des marges des entreprises. Or, les coûts marginaux de production sont très pro-cycliques: sur un marché concurrentiel, les prix et les marges devraient être très volatiles (on le voit pour certains biens intermédiaires, pas pour l'automobile...).
- L'absence d'impact direct à court terme des taux d'intérêt sur les prix. Or la théorie dit qu'une hausse des taux d'intérêt provoque une hausse des coûts de production qui devrait être répercutée dans les prix...

La rigidité des prix et des salaires (3)

- **La formation des prix résulte d'un jeu stratégique complexe entre les entreprises.**
 - *Le prix des concurrents n'est pas supposé fixe comme dans le modèle de concurrence monopolistique.*
 - Les entreprises ont un intérêt commun à limiter la compétition par les prix (déjà noté dans la partie long terme) et quand le nombre d'acteurs est limité (les deux boulangeries du quartier...) des mécanismes de collusion **explicite ou le plus souvent implicites** se mettent place.
 - Notion de « demande coudée » : quand les prix sont un peu plus élevés que les coûts l'entreprise qui baisse les prix sera suivie par la concurrence, alors que ce ne sera pas le cas si elle monte les prix.
- **Deux conséquences des imperfections de la concurrence et des phénomènes de collusion:**
 - Le long terme: une pression structurelle à la hausse sur les profits et les valorisations boursières. Mais, les managers plus que les actionnaires en bénéficient souvent....
 - Rigidité de court terme des prix. Déconnexion transitoire entre les prix et les coûts.

La « viscosité » des prix et des salaires, liée aux imperfections de la concurrence (capital humain spécifique, oligopoles....), est une caractéristique essentielle des évolutions de court terme.

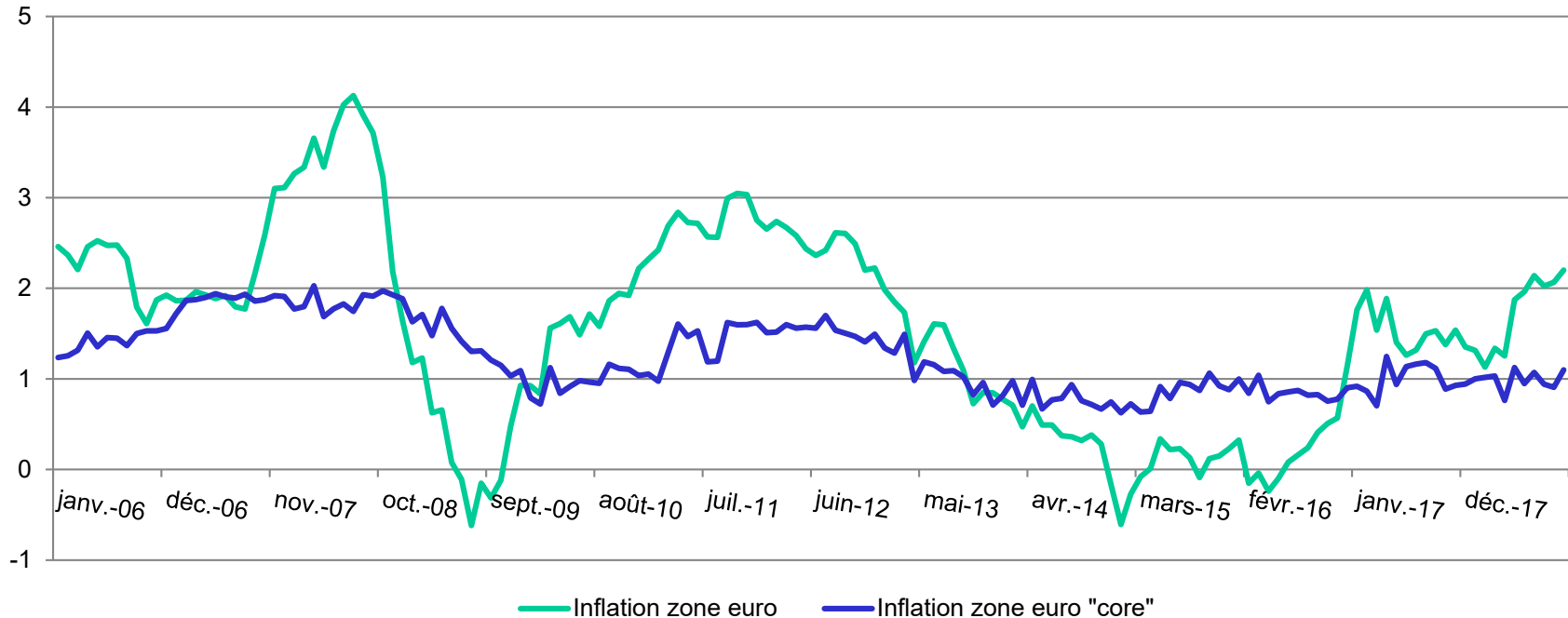
Les autres coûts d'ajustement

- **L'impact d'une modification des prix sur l'équilibre économique peut être très progressif.**
- **Coûts d'ajustement dans l'investissement.**
 - Des investissements massifs en actifs matériels ou immatériels peuvent avoir des coûts non linéaires (exemple: difficultés à recruter).
 - Quand les profits s'améliorent, les investissements seront étalés dans le temps.
- **Réponse progressive de la demande.**
 - Cf.. La réaction des échanges commerciaux à un choc de compétitivité.

Quatre conséquences de la rigidité de court terme des prix/salaires

■ Une chance pour le prévisionniste...

- Les prix et salaires connaissent des tendances assez stables.
- La partie la plus facile de la prévision!
- Mais les bénéfices s'arrêtent là...



■ Déséquilibres assez durables sur le marché du travail.

- Perte d'efficacité de la politique monétaire: l'investissement ne sera pas très sensible à court terme aux taux d'intérêt.
- Variabilité accrue des variables financières (à cause de la rigidité des prix et des autres coûts d'ajustement).

Les déséquilibres sur le marché du travail

- **C'est maintenant la demande qui va déterminer la production et l'emploi à court terme.** Les prix ne réalisent plus mécaniquement l'équilibre.
- **Le degré de flexibilité des salaires jouera un rôle central pour déterminer la vitesse de retour à l'équilibre suite à un choc.**
 - Le ralentissement de la hausse des salaires donne des gains de compétitivité et permet dans les pays ou zones ayant la maîtrise de la politique monétaire de relancer l'activité....
 - Mais attention aux banques centrales « behind the curve » (i.e. laissant s'enclencher une spirale déflationniste).
- **La flexibilité des prix (i.e. présence de marchés concurrentiels) joue aussi un rôle central, bien que moins directement visible.**
 - En l'absence de flexibilité des prix, le ralentissement des salaires pèse sur le pouvoir d'achat (transfert vers les entreprises) et donc la consommation.
 - L'investissement est en revanche peu sensible à court terme aux profits (cf. plus loin).
 - La rigidité des prix introduit un frein à la reprise.
- **De façon générale, dans les pays n'ayant pas la maîtrise de leur politique monétaire et frappés par un choc asymétrique, le retour à l'équilibre peut être très long!**
 - Hausse des taux d'intérêt réels... Dégradation du solde budgétaire....
 - Impact très progressif des gains de compétitivité
 - Allemagne (1995-2010), Grèce (2010-?), Espagne (2009-?).

Voir <https://riskpremium.com/?p=1018>

Quatre conséquences de la rigidité de court terme des prix/salaires

- **Une chance pour le prévisionniste...**
 - Les prix et salaires connaissent des tendances assez stables.
 - La partie la plus facile de la prévision!
- **Déséquilibres assez durables sur le marché du travail.**
 - Les prix ne réalisent plus mécaniquement l'équilibre.
 - C'est maintenant la demande qui va déterminer la production et l'emploi à court terme.
- **Perte d'efficacité de la politique monétaire: l'investissement des entreprises ne sera pas très sensible à court terme aux taux d'intérêt.**
 - L'impact des changements de taux d'intérêt passera surtout par d'autres canaux:
 - L'investissement immobilier, les effets richesse, les modifications de taux de change (dans un choc asymétrique où un seul pays/zone modifie sa politique monétaire).
- **Variabilité accrue des variables financières (à cause de la rigidité des prix et des autres coûts d'ajustement).**

Investissement et taux d'intérêt

- **Les mécanismes explicites ou généralement implicites de collusion freinent l'impact sur l'investissement productif des mouvements de taux d'intérêt.**

- Investir plus en réponse à une baisse des taux suppose de pouvoir écouler sa production...
- ... or la guerre pour les parts de marché est limitée sur beaucoup de marchés.
- **Le dynamisme des débouchés constitue le principal déterminant des décisions d'investissement.**

- **L'impact des changements de taux d'intérêt passera surtout par d'autres canaux:**

- L'investissement immobilier.
- Les effets richesse: la bourse monte (**alors qu'elle ne devrait pas avec des marchés flexibles**).
- Les modifications de taux de change (choc asymétrique où un seul pays/zone modifie sa politique monétaire). Effet « overshooting ».....

Variabilité accrue des variables financières (1)

- **Les rigidités de l'économie réelle alimentent la volatilité rationnelle des marchés financiers, même si ces derniers sont parfaitement efficaces.**
- **Trois mécanismes:**
 - Les taux courts doivent s'éloigner de leur niveau d'équilibre, parfois très fortement. Cela a des conséquences sur les cours « rationnels » des obligations et devises.
 - Les profits s'éloignent de leur valeur d'équilibre (collusion – théorie plutôt keynésienne, coût d'ajustement sur l'investissement – théorie plutôt néoclassique), ce qui a des conséquences sur le « Q de Tobin » de court terme.
 - Les taux de change d'équilibre se modifient en réponse aux investissements progressivement effectués (et donc les taux de change actuels aussi).
- **Cette dynamique financière 100% rationnelle peut produire des mouvements étranges car elle fait jouer un rôle clef aux anticipations:**
 - Les chocs durables ou provisoires n'auront pas du tout les mêmes impacts. Un choc durable aura un impact mécanique sur les taux longs et le change et nécessitera moins des mouvements importants de taux courts.
 - Des chocs purement transitoires nécessiteront une gestion agressive des taux courts (cf. l'après 11 septembre 2011).
 - La « forward guidance » est une façon d'essayer de convaincre les marchés qu'un choc est durable...

Variabilité accrue des variables financières (2)

- **Mais attention toutes la volatilité des marchés ne vient pas de « chocs réels » (offre et demande) amplifiés par les rigidités de l'économie réelle!**
- **Il ne suffit pas d'avoir raison sur l'économie réelle pour investir correctement....**
- **« Irrationalité » de certains investisseurs:**
 - Sur les fondamentaux: voir les prévisions de profits faites en 2000 pour certaines valeurs de la « nouvelle économie ».
 - Ou pire tendance à l'extrapolation mécanique des tendances...
- **La question à un milliard de dollars (voire plus...) du rôle des primes de risque!**
 - Les primes de risque « spot » (celles du CAPM: i.e. excess return à court terme) varient beaucoup.
 - Cela crée des chocs sur les marchés tout à fait rationnels, amplifiés par les rigidités de court terme de l'économie réelle (car l'économie réelle doit aussi s'ajuster aux chocs de primes de risque: par exemple, la baisse du coût du capital doit induire une baisse des profits).
 - Mais les marchés sont-ils efficaces dans le pricing du risque?? A-t-on juste la volatilité que l'on devrait avoir compte-tenu de la volatilité des primes de risque « spot »?

Variabilité accrue des variables financières (3)

- **Question complexe!**
- **Il y a un problème majeur d'asymétrie d'information rarement souligné: les primes de risque « spot » ne sont pas connues.**
- **Deux conséquences:**
 - Il est difficile pour les entreprises d'évaluer la prime de risque exigée par les actionnaires et donc le coût du capital. Quand les cours de bourse montent, cela veut-il dire que la prime de risque a baissé et qu'il faut investir plus? Ou cela veut-il dire que les actionnaires sont très (peut-être trop) optimistes sur les profits?
 - Les « fondamentalistes purs » peuvent se tromper sur les valorisations d'équilibre. Capitulation, rôle des chartistes et des contrarian, volatilité et marchés malsains...

Sujets complexes abordés dans www.riskpremium.com (avec notamment une application à la situation actuelle sur le marché obligataire).

- **Pas de question à l'examen sur cette problématique! Nous oublierons cette question des asymétries d'information et supposerons que nous sommes sur des marchés sains qui font correctement leur travail de pricing....**