

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

L'investissement (1)

- L'investissement en logement des ménages: une dynamique en moyenne positive (effets taux d'intérêt et fin de la crise immobilière dans certains pays).
- L'investissement des entreprises: le poste le plus difficile à prévoir!
- L'effet accélérateur: pour produire, il faut beaucoup de capital!

$$K = \lambda Q$$

- Avec λ de l'ordre de 2, dépend des techniques de production et notamment, à long terme, du coût du capital.
- Grande instabilité potentielle de la conjoncture : si on a un choc positif de 100 sur la production, il va falloir investir 200 pour stabiliser le ratio capital/production.
- Mais le choc de demande induit dans le secteur des biens d'équipement conduit à un investissement supplémentaire de 400 dans ce secteur pour faire face à cette nouvelle demande, etc....
- « Effet accélérateur » : **l'investissement amplifie considérablement pendant quelques années les chocs provenant des autres postes de la de demande.**

$$I = \delta K + \lambda \Delta Q$$

$$\frac{I}{Q} = \delta \lambda + \lambda \dot{Q}$$

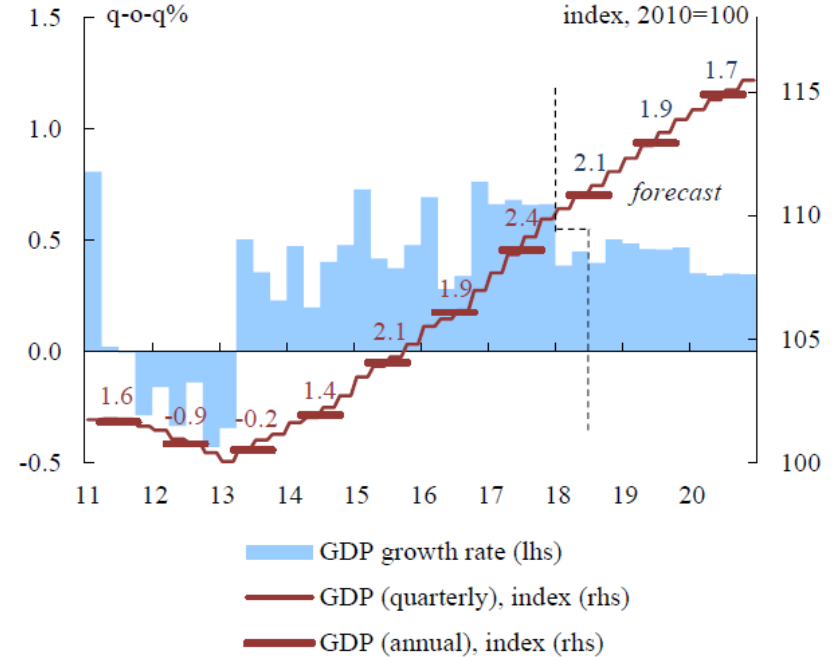
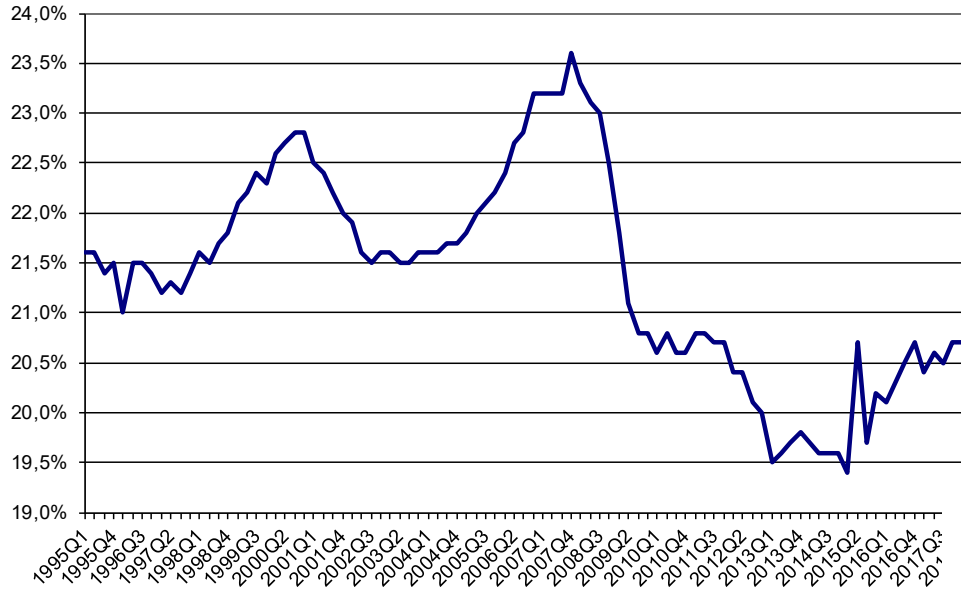
- Où δ est le taux de dépréciation du capital.

L'investissement (2)

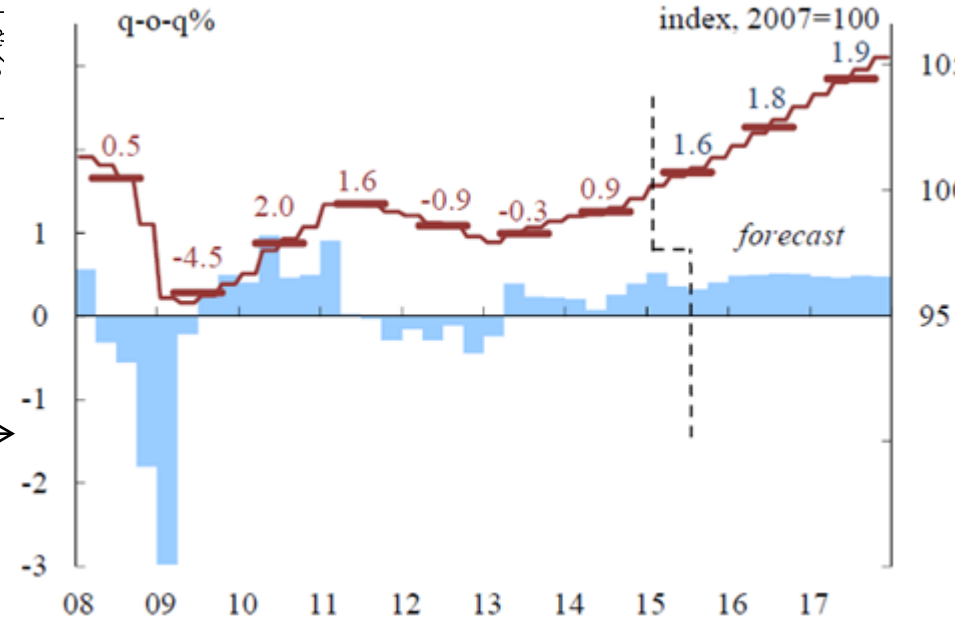
Graph I.1: Real GDP, euro area

2008-2018: la puissance de l'effet accélérateur...

Ratio FBCF/PIB



Figures next to horizontal bars are annual growth rates



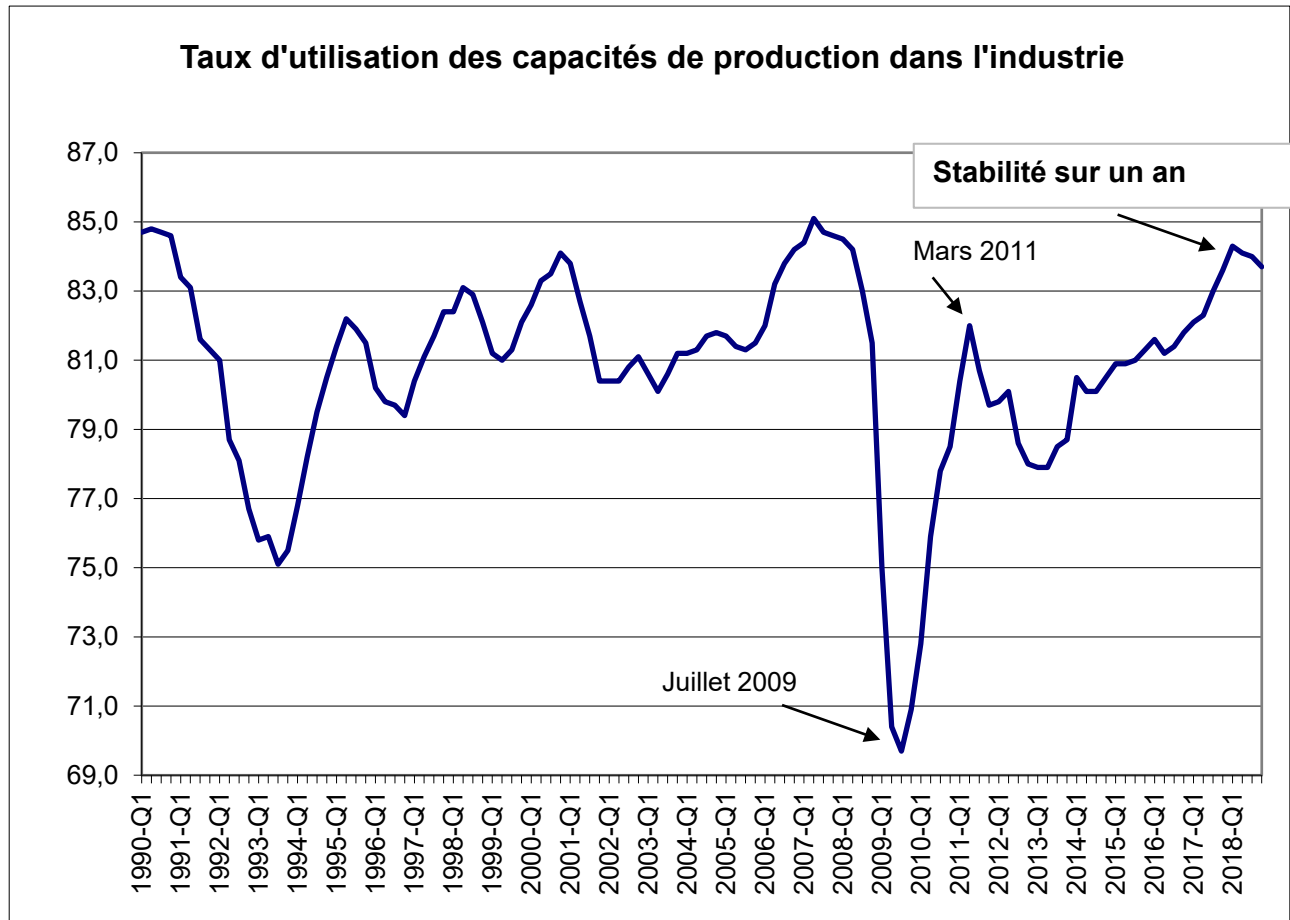
Graphique tiré des prévisions de novembre 2015: la croissance 2014 est maintenant estimée à 1,4% et celle de 2015 à 2,1%

L'investissement (3)

$$I = \delta K + \lambda \Delta Q$$

$$\frac{I}{Q} = \delta \lambda + \lambda \dot{Q}$$

- Mais heureusement si ces relations sont incontournables à moyen terme, elles ne s'imposent pas strictement à court terme.
- Le taux d'utilisation des capacités de production peut varier sensiblement.



L'investissement (4)

- **Quelle croissance de l'investissement en 2019?**

- **Trois facteurs vont déterminer le NIVEAU de l'investissement.**

- La croissance de l'année (besoin en nouveau capital).
- Le taux d'utilisation des capacités de production (possibilité de satisfaire la demande sans investissement. **Rappel, il s'agit d'une moyenne**).
- Les perspectives de croissance à moyen terme. L'investissement est irréversible. Les entreprises préféreront vivre avec un taux d'utilisation fort si les perspectives de moyen terme sont médiocres.
- + de façon modérée un élément de profitabilité (comparaison profits- coût du capital perçu par les entreprises).

- **Ces trois principaux déterminants pourraient être bien orientés en 2019.**

- Croissance raisonnable.
- TUC passé nettement au-dessus de sa moyenne historique.
- Moyen terme?? Potentiel de croissance important, mais quid de la Chine et des risques géopolitiques (guerre commerciale)?

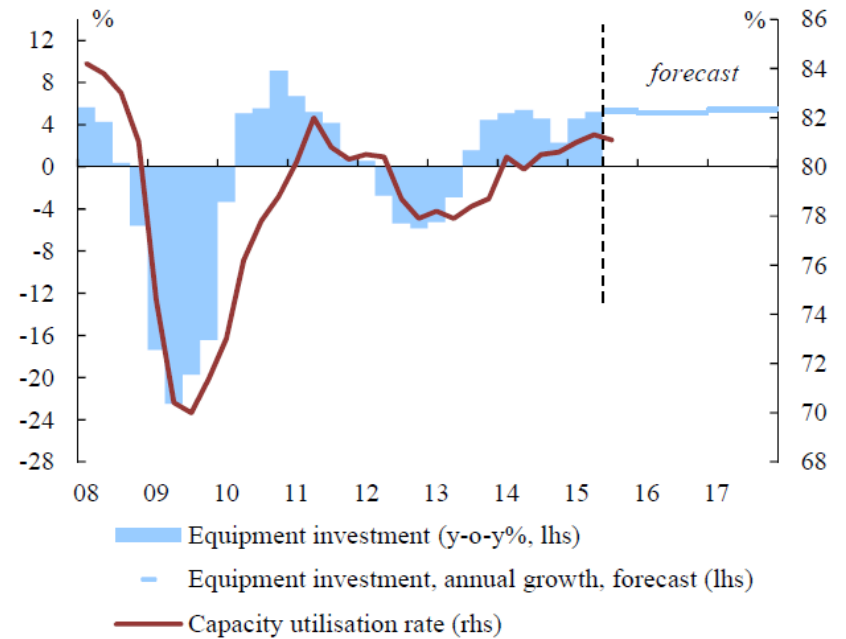
- **Rappel: ces paramètres jouent sur le niveau, pas sur le taux de croissance.**

- Retour des dérivées secondes...
$$\left(\frac{\Delta Q}{Q} - \left(\frac{\Delta Q}{Q} \right)_{-1} \right)$$
- La croissance de l'investissement peut ainsi être forte simplement parce que l'année est moins catastrophique que l'année précédente (voir l'année 2010).

L'investissement (4bis)

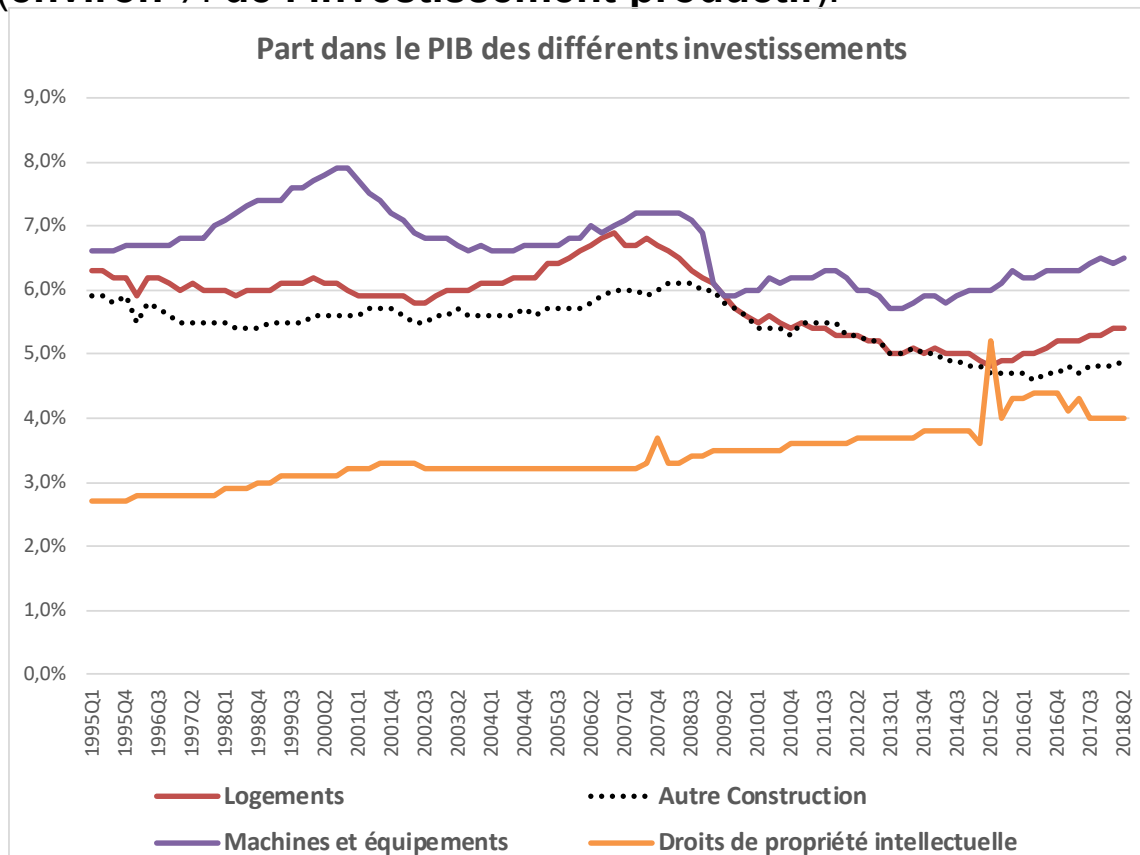
Le lien subtil entre croissance de l'investissement et niveau des capacités de production illustré par un graphique tiré des prévisions de novembre 2015

Graph I.29: Equipment investment and capacity utilisation, EU



L'investissement (5)

- **En 2019, situation très incertaine en matière d'investissement.**
 - Pas mal en niveau....
 - Mais des déterminants fondamentaux plutôt moins bien qu'en 2018...
 - Mais quid du retard de 2018? Compensé en 2019?
 - L'investissement est structurellement incertain car les entreprises ont de grandes marges de manœuvre **à court terme** pour accélérer ou reporter des investissements.
 - D'où l'intérêt des enquêtes, mais leur durée de vie est limitée et elles couvrent surtout l'industrie (**environ 1/4 de l'investissement productif**).



L'investissement (7): La plaisanterie irlandaise.

L'investissement en « produits de la propriété intellectuelle » représente un peu plus de 4% du PIB de la zone euro. Selon les années, l'Irlande (qui « importe » l'essentiel de ses investissements...) représente entre 2% et 10% de ces investissements!

Main features of country forecast - IRELAND

	2017		Annual percentage change							
	bn EUR	Curr. prices	% GDP	99-14	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP	294.1		100.0	3.9	25.1	5.0	7.2	7.8	4.5	3.8
Private Consumption	93.8		31.9	3.0	3.6	4.1	1.6	3.1	2.9	2.7
Public Consumption	35.6		12.1	2.7	1.9	3.5	3.7	4.3	4.3	1.4
Gross fixed capital formation	69.0		23.5	3.1	51.1	51.4	-31.0	-7.3	5.7	5.1
of which: equipment	17.5		6.0	6.3	-2.9	24.2	-11.2	15.7	3.4	4.1
Exports (goods and services)	352.6		119.9	6.6	39.3	4.4	7.8	6.1	4.5	4.1
Imports (goods and services)	263.3		89.5	5.8	33.2	18.5	-9.4	-0.3	4.1	3.8
GNI (GDP deflator)	234.2		79.6	3.5	13.8	11.6	4.6	6.0	4.1	3.1
Contribution to GDP growth:		Domestic demand		2.6	12.3	14.3	-10.1	-0.2	2.6	2.0
		Inventories		0.1	-0.4	1.7	-1.1	0.5	0.0	0.0
		Net exports		1.6	12.7	-11.9	19.1	7.5	1.9	1.7
Employment				1.5	3.5	3.8	2.9	3.1	2.6	2.0
Unemployment rate (a)				8.4	10.0	8.4	6.7	5.6	5.1	4.9
Compensation of employees / head				3.4	2.6	2.1	0.9	2.7	3.0	3.4
Unit labour costs whole economy				1.0	-15.2	0.9	-3.2	-1.8	1.1	1.6
Real unit labour cost				-0.7	-21.0	1.7	-3.6	-3.5	-0.7	-0.4
Saving rate of households (b)				7.9	6.8	6.7	8.6	8.4	8.3	8.2
GDP deflator				1.8	7.4	-0.8	0.4	1.7	1.9	2.1
Harmonised index of consumer prices				2.1	0.0	-0.2	0.3	0.7	1.2	1.4
Terms of trade goods				-0.5	8.0	2.3	-5.3	0.1	0.0	0.0
Trade balance (goods) (c)				21.5	43.2	38.8	36.6	36.4	35.7	35.0
Current-account balance (c)				-1.8	4.4	-4.2	8.5	11.7	11.6	11.4
Net lending (+) or borrowing (-) vis-a-vis ROW (c)				-1.8	3.9	-5.7	-1.1	3.5	3.8	4.1
General government balance (c)				-4.3	-1.9	-0.5	-0.2	-0.1	-0.1	0.2
Cyclically-adjusted budget balance (d)				-4.5	-2.9	-0.9	-0.2	-0.2	-0.5	-0.3
Structural budget balance (d)				-	-2.1	-1.0	-0.2	-0.2	-0.5	-0.3
General government gross debt (c)				57.7	76.8	73.4	68.4	63.9	61.1	56.0

(a) as % of total labour force. (b) gross saving divided by adjusted gross disposable income. (c) as a % of GDP. (d) as a % of potential GDP.

Les stocks (1)

- **Une autre forme d'investissement, et un effet accélérateur.**

- $K = \lambda Q$ devient $S = \mu Q$

- Mais l'effet accélérateur est beaucoup moins puissant...

μ de l'ordre de 0,25 avec λ de l'ordre de 2

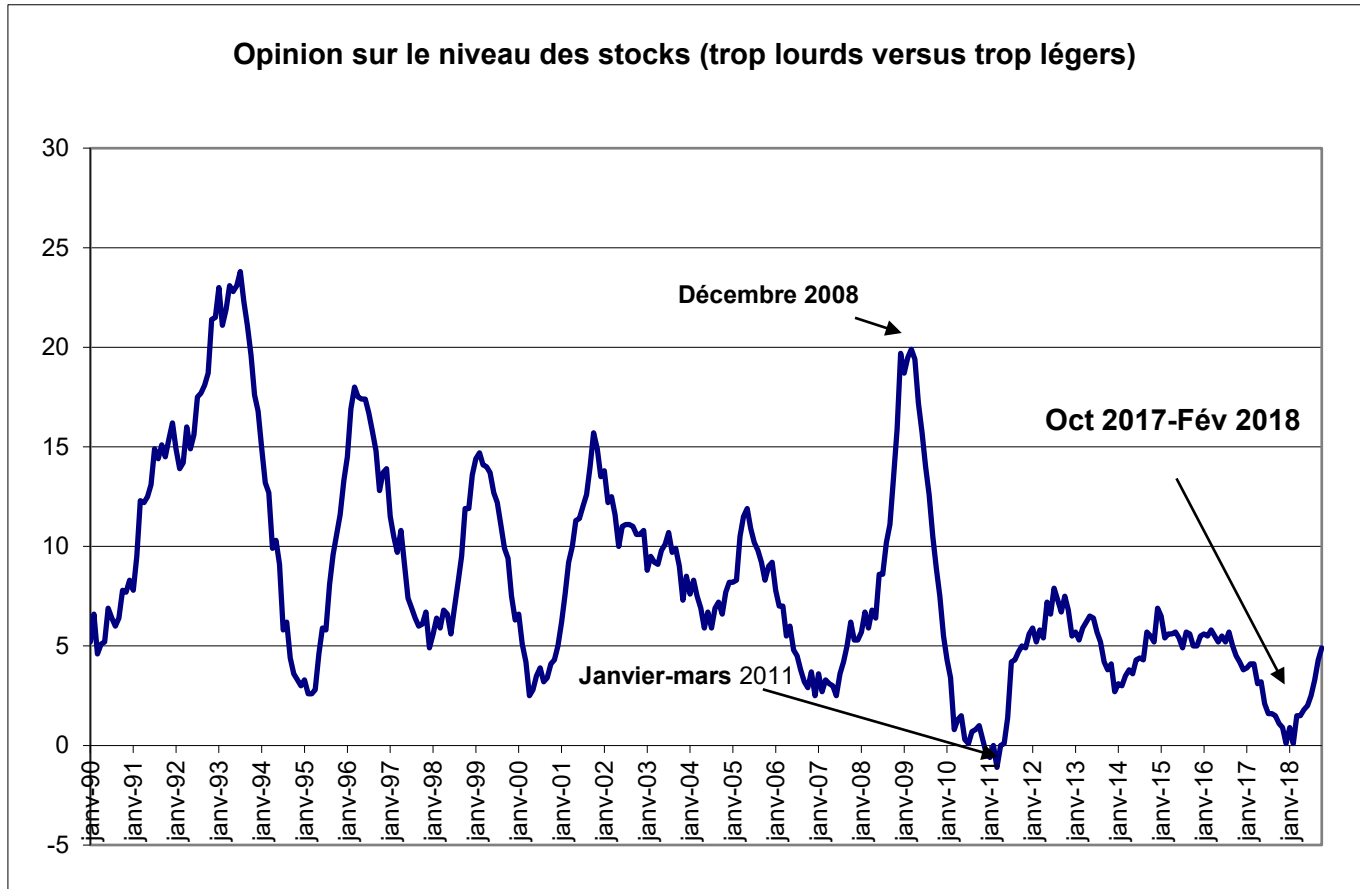
- Mais aussi plus mécanique (pas la flexibilité obtenue avec le taux d'utilisation des capacités de production).
- Les stocks jouent ainsi un rôle important dans la dynamique de très court terme.

- **Quelle stockage en 2019?**

- Attention, c'est ΔS qui contribue à expliquer le niveau de la production et la variation de la variation de stocks qui contribue à la croissance...
- Si on déstocke une année donnée, le fait même d'arrêter de déstocker va faire progresser le PIB
- Deux facteurs principaux et non trois pour expliquer la variation de stocks.
- La croissance ($\Delta S = \mu \Delta Q$) et le niveau initial des stocks.

Les stocks (2)

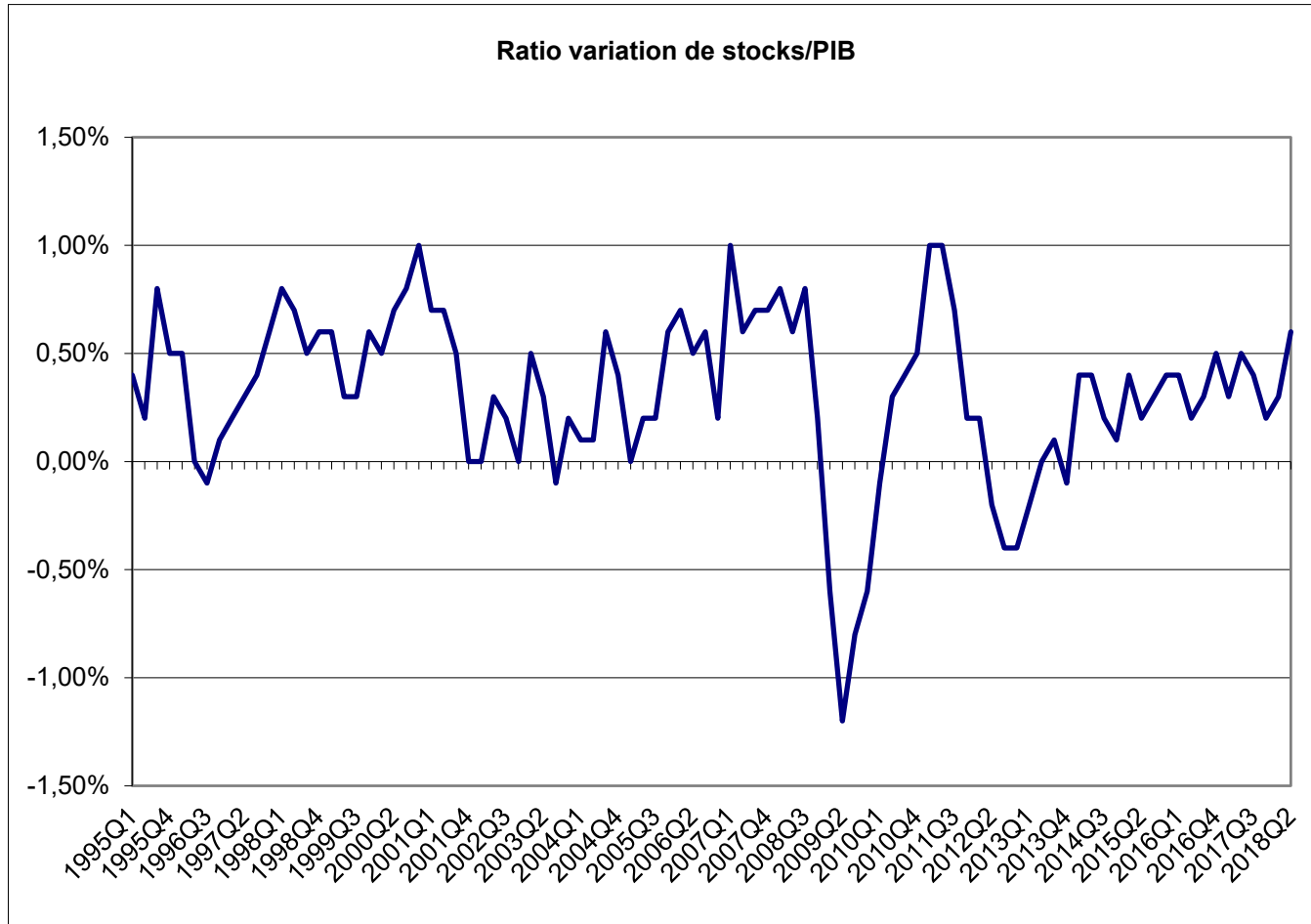
- D'après les enquêtes de conjoncture, les stocks seraient à un niveau un peu insuffisant.



- Du stockage un peu au-dessus de la normale est probable en 2019.
 - Stocks un peu insuffisants fin 2018...
 - Croissance raisonnable...

Les stocks (3)

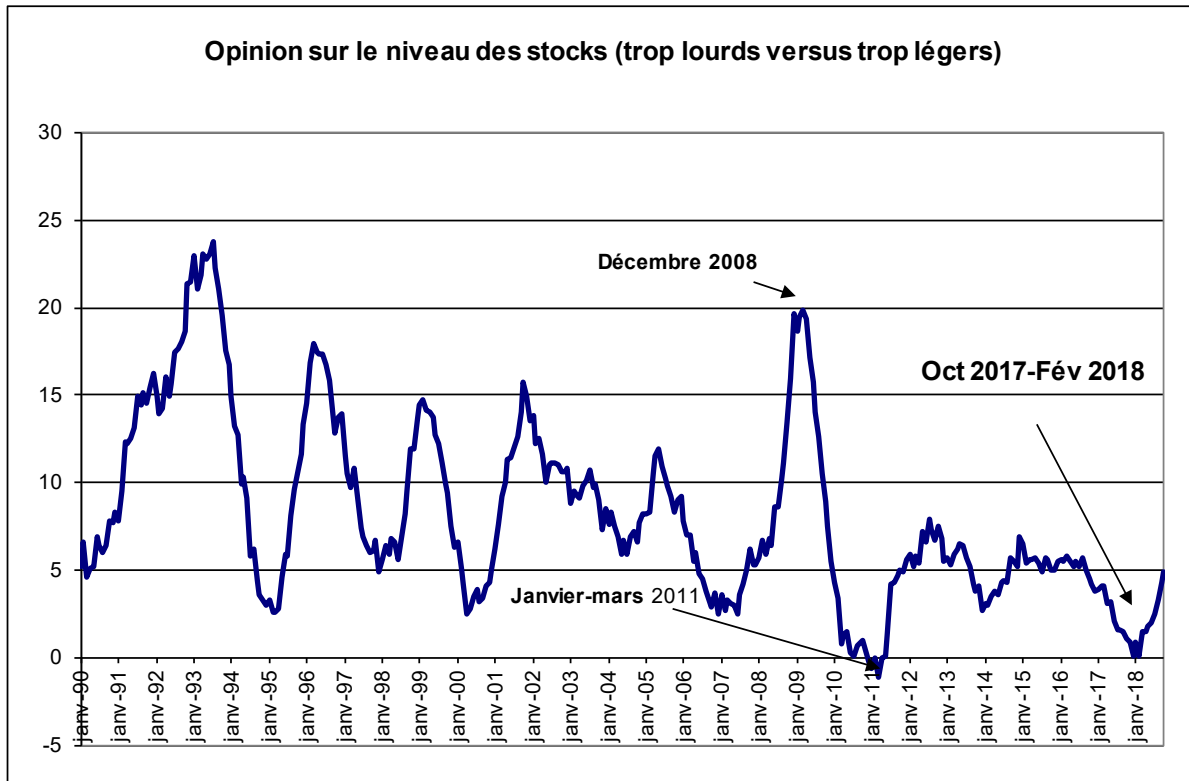
- Mais 2018 semble être déjà une année de stockage (enquête et comptes trimestriels...)



- OK pour la contribution neutre des stocks en 2018 attendue par la CE... Mais petit risque à la baisse (i.e. plus de stockage en 2018 que 2019)?

Les stocks (4)

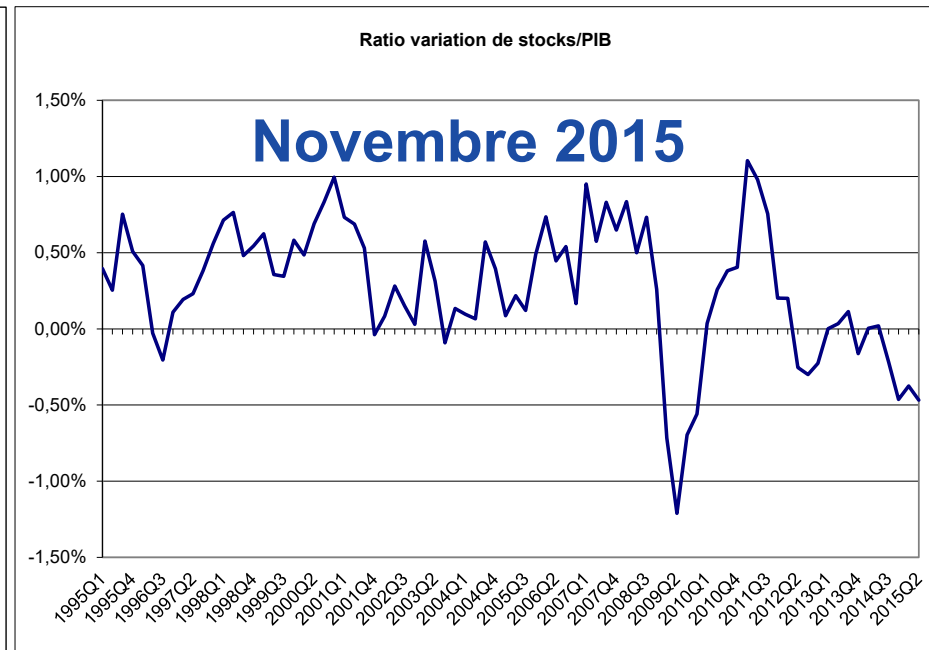
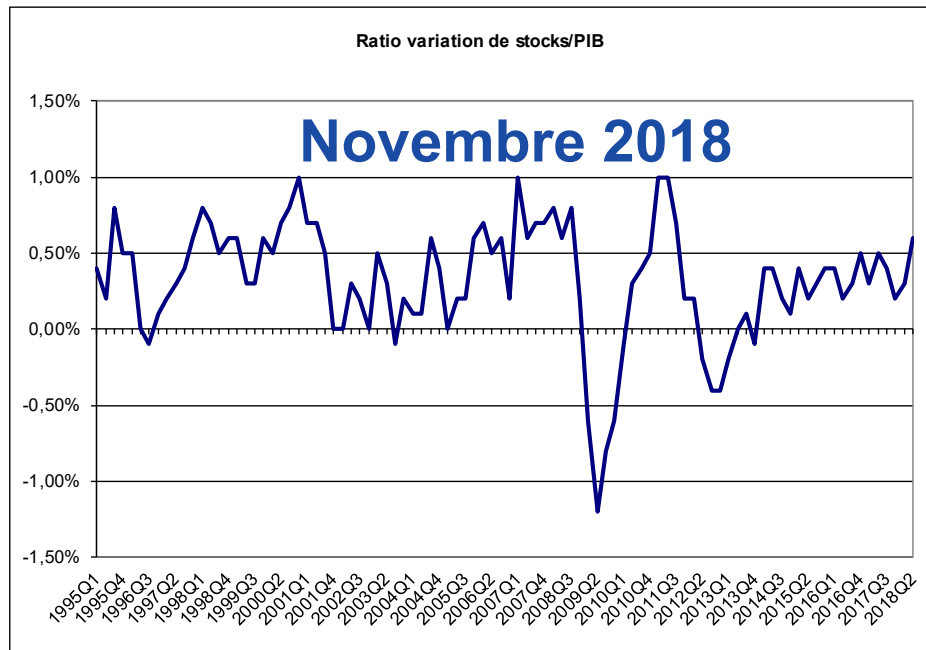
- Contribution neutre attendue en 2019 (**stockage similaire en 2019 et 2018**)
- Attention aux discours « journalistiques » issus des enquêtes sur les stocks!



- **Que conclure quand les entreprises disent que les stocks sont trop lourds?**
 - Déstockage en cours... Pas très bon pour le niveau d'activité à très court terme.
 - Mais potentiel de rebond!
 - Ces enquêtes annoncent souvent le creux de la récession (début 1993, début 2009).
 - Stockage en cours (hiver 2010-2011, 2017-2018): attention à la suite...

Les stocks: Méfiance sur les statistiques trimestrielles... (5)

- Description bizarre de l'hiver 2017-2018: probablement beaucoup de stockage pendant cette période (cf. les enquêtes), ce qui contribue à expliquer le ralentissement conjoncturel qui a suivi...
- Graphique de novembre 2015: le déstockage de la fin 2014 et du premier semestre 2015 s'est transformé en net stockage!



Le commerce extérieur

■ Un thème déjà largement abordé...

- Les échanges extérieurs dépendant de la demande et de la compétitivité (avec des retards).
- Les taux de croissance des exportations et des importations dépendent des taux de croissance de la demande et de la variation de la compétitivité (surtout celle des deux dernières années).

■ La contribution nette du commerce extérieur va ainsi dépendre du différentiel de demande intérieure (surtout) et des variations de compétitivité. Contribution un peu négative?

International environment							
(Annual percentage change)						Autumn 2018 forecast	
	(a)	2015	2016	2017	2018	2019	
Real GDP growth							
USA	15.3	2.9	1.6	2.2	2.9	2.6	
Japan	4.3	1.4	1.0	1.7	1.1	1.0	
Emerging and developing Asia	33.2	6.6	6.6	6.4	6.5	6.2	
- China	18.2	6.9	6.7	6.9	6.6	6.2	
- India	7.4	7.6	7.9	6.2	7.4	7.5	
Latin America	7.7	0.2	-0.9	1.2	1.0	1.7	
- Brazil	2.5	-3.5	-3.5	1.0	1.1	1.9	
MENA	6.7	1.9	3.9	2.2	2.2	2.2	
CIS	4.5	-2.3	0.4	2.1	2.3	2.2	
- Russia	3.2	-2.8	-0.2	1.5	1.7	1.6	
Sub-Saharan Africa	3.1	3.4	1.3	2.8	3.1	3.6	
Candidate Countries	1.9	5.7	3.2	7.0	3.8	-1.1	
World (incl.EU)	100.0	3.3	3.2	3.7	3.7	3.5	
World merchandise trade volumes							
World trade		2.9	2.3	5.2	4.1	3.8	
Extra EU export market growth		1.5	2.0	5.2	4.2	3.7	

(a) Relative weights in %, based on GDP (at constant prices and PPS) in 2017.

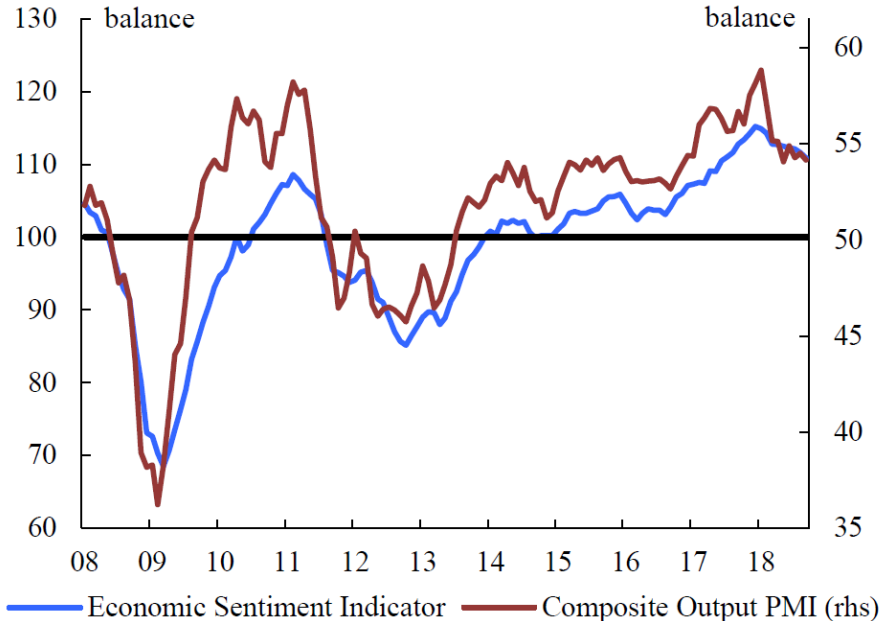
Le PIB

P.I.B. = CONSOMMATION + INVESTISSEMENT + VARIATIONS DE STOCKS + EXPORTATIONS – IMPORTATIONS

Grosse incertitude sur le prix du pétrole, mais croissance médiocre si le pétrole rebondit vers ses niveaux d'octobre.

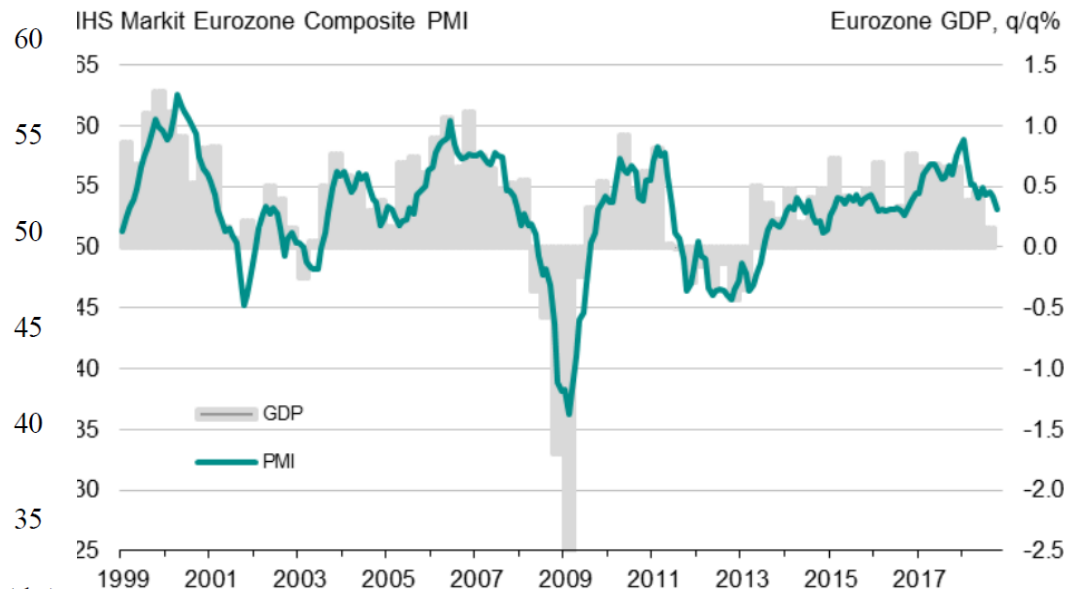
Utilisation des enquêtes de conjoncture pour vérifier ses intuitions.... Confirment une croissance assez moyenne après la poussée de la fin 2017.

Graph I.24: Economic Sentiment Indicator and Markit Composite PMI, euro area



Source: European Commission, Markit.

HS Markit Eurozone Composite PMI



Sources: IHS Markit, Eurostat.