

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Quelle analyse macro? Les « *fondamentalistes sceptiques* » (5)

$$e = e^{lt} \frac{(1+r_i)^i}{(1+r_i^*)^i (1+pr)^i}$$

- **Les devises, impact des nouvelles sur la croissance.**
 - Rarement ambigu (plus de croissance, hausse de la devise: effet taux réels).
 - Sauf pour des pays très endettés (plus de conso, hausse de la dette extérieure, hausse de la prime de risque...).
- **Les devises, impact des nouvelles sur l'inflation.**
 - Effet ambigu de l'inflation sur les taux réels...
 - Et donc sur le change.
 - Dépend de la crédibilité de la banque centrale (Cf. l'exemple de l'impact «surprenant» de la réunification allemande).
- **En conclusion, les trois défis du fondamentaliste sceptique:**
 - Bien anticiper le flux de nouvelles macro.
 - Bien identifier le consensus (pas toujours facile: différence entre « l'espérance » et le « maximum de vraisemblance »).
 - Bien évaluer le régime de marché (i.e. comment il réagit aux surprises).

Quelle analyse macro? « Contrarian » et « Méthodes techniques »

- **« Contrarian »**
 - Identifier les positions tactiques des autres investisseurs.
 - Investir en sens inverse si elles semblent très importantes, en pensant que ces positions tactiques seront difficiles à tenir.
 - Pas d'analyse macro!

- **Les méthodes techniques.**
 - Chartisme: pas d'analyse macro.
 - Quants (modèles boîtes noires ou modèles d'arbitrage) : pas d'analyse macro.
 - Rappel: les modèles d'arbitrage sont des modèles de pricing au sein d'une même classe d'actifs (ou de deux classes d'actifs « cousines » soumises aux mêmes facteurs de risque, crédit et actions). Attention aux hypothèses sur les facteurs de risque (un peu d'analyse économique peut aider...).

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (1)?

■ Rappel du plan du cours:

- Pendant plusieurs séances, nous allons passer à la macro stricto-sensu (réponse aux besoins des fundamentalistes).
- Puis nous analyserons les perspectives financières 2019.
- Mais quelques premières remarques....

■ Comment classer certaines méthodes?

- L'approche fondamentaliste pure est évidemment très complexe.
- Tentation du raccourci: le modèle « réduit ».

$P = F(\text{toutes les variables économiques courantes et observables résumant l'information économique disponible})$.

Exemple: $r_{it} = F(r_{ct}, \text{croissance} - \text{observée ou prévue par le consensus, inflation} - o \text{ ou } p, \text{déficit public} - o \text{ ou } p, \text{etc...})$ ou Prix actions = $X * \text{Profits prévus en } t+1$

- Utilisation de ces modèles pour dire si un marché est sous-évalué ou sur-évalué.
- Pas inutile comme garde-fou pour identifier une situation bizarre relativement aux normes historiques....

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (2)?

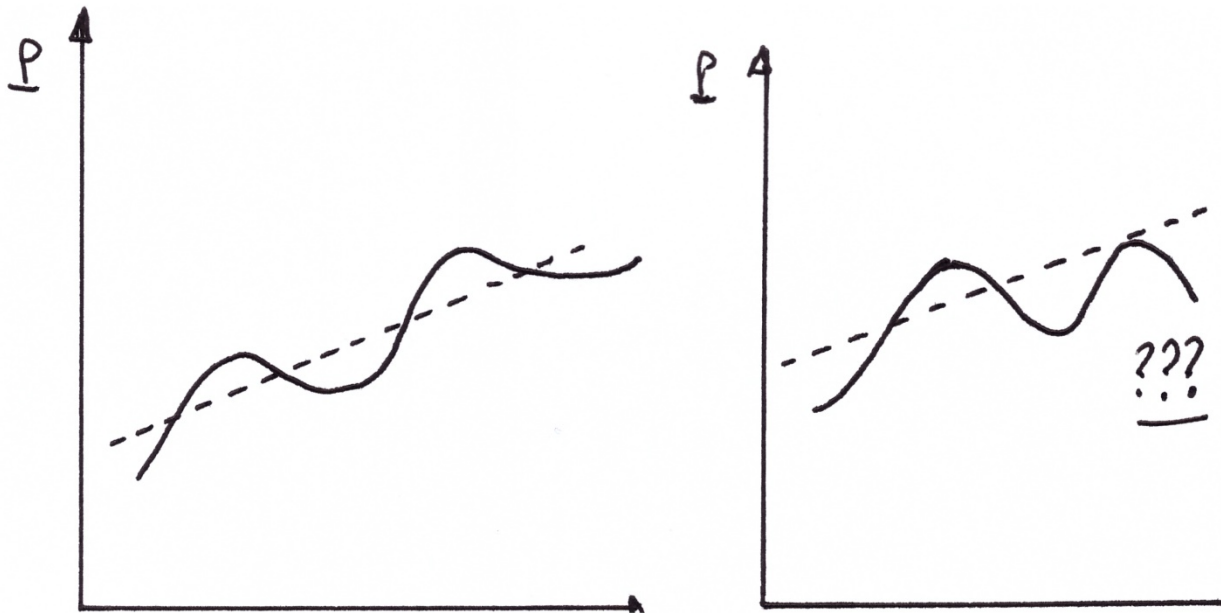
- **Mais l'utilisation de modèles réduits ne peut être assimilée à l'approche « fondamentaliste pure »!**
 - En général, recherche du meilleur « fit » plutôt que de la cohérence théorique (pas sûr que les variables jouant sur la prime de risque soient correctement introduites...).
 - Surtout, ces modèles supposent une forme d'efficience (les prix passé étaient grosso modo les bons...).
 - Sinon, on se contente de surfer sur les bulles et de les reproduire.
 - Exemple du modèle « Abby Cohen »: $PER = \alpha + \beta \times \text{Inflation} \dots$
 - **Méfiance sur l'utilisation de ces boîtes un peu noires...** (incitation à reproduire les erreurs du passé, manque de robustesse relativement aux ruptures structurelles sur les primes de risque).
- **La question centrale pour l'investisseur à court terme: qu'est-ce qui fait bouger les marchés?**
 - 3 catégories de causes.
 - Les changements d'opinion sur les fondamentaux.
 - Les flux structurels.
 - Les mouvements techniques (prises de profit, stop-loss...).
 - L'allocataire d'actif tactique doit regarder ces trois questions.

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (3)?

- **Changements d'opinion sur les fondamentaux.**
 - En général lié à des nouvelles, d'où l'importance de l'approche « fondamentaliste sceptique ».
 - Parfois, lié à des prises de conscience des risques et opportunité indépendamment des nouvelles. D'où un rôle pour l'analyse fondamentaliste pure. Mais attention de ne pas y attacher trop d'importance (et d'analyser la probabilité que les autres investisseurs corrigent rapidement leurs erreurs...).
- **Flux structurels.**
 - A primes de risque données, les portefeuilles se déforment.
 - **En d'autres termes, les primes de risque d'équilibre bougent!**
 - Changements d'aversion au risque.
 - Changements d'horizon.
 - Changements de régimes macroéconomiques.
 - Changements de fiscalité ou de réglementation.
 - Changements dans l'offre de titres (dette publique, dette extérieure).
 - Effets de mode et irrationalité!

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (4)?

- **Les flux structurels donnent une certaine rationalité au chartisme...**
 - Existence de tendances... (bullish/bearish)
 - Qui ne peuvent pas être régulière sur des marchés efficients.
 - Succession de phases d'accélération de la tendance et de phases de prise de profit.

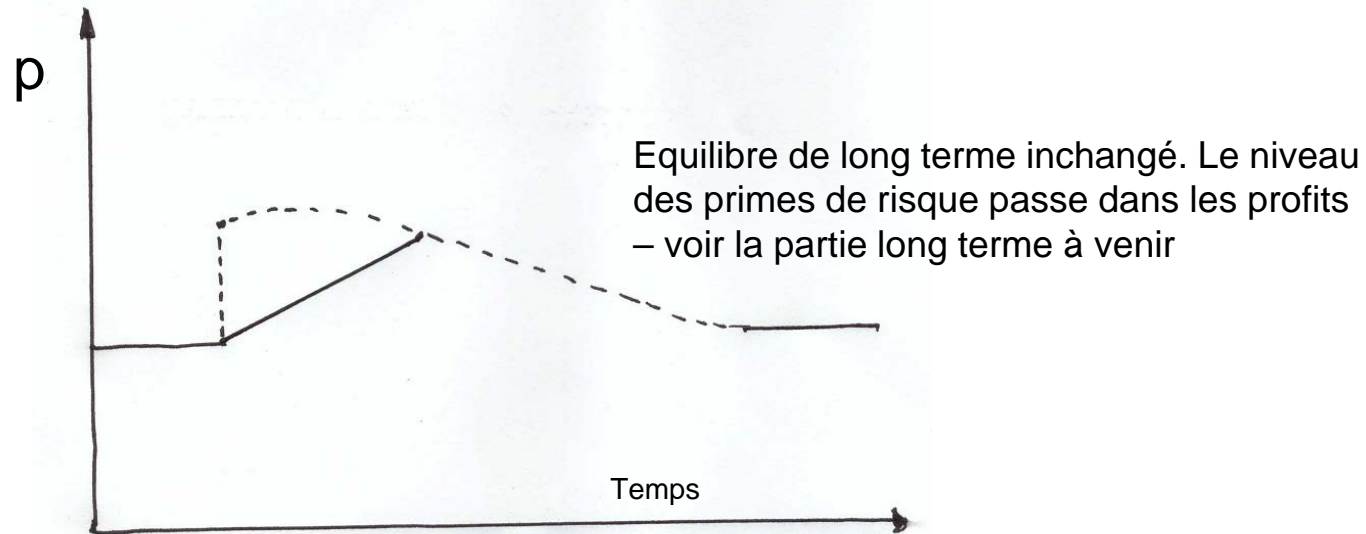


- **... Mais militent pour un chartisme « intelligent ».**
 - Prise en compte des nouvelles qui ont parallèlement influencé la tendance.
 - Analyse parallèle du mécanisme économique qui crée la tendance et de sa vigueur.

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (5)?

■ Petite digression....

- Sur des marchés efficients, il ne devrait pas y avoir de tendance!
- Les marchés efficients fonctionnent en principe par saut (cf. l'overshooting de Dornbusch).
- Exemple de dynamique théorique liée par exemple à l'annonce d'une politique – fiscale ou réglementaire - qui va augmenter la demande en actions (impact sur les cours de bourse).



----- dynamique théorique avec des arbitragistes qui achètent les actions pour profiter de la demande future (hausse immédiate, puis lente baisse liée au recul des primes de risque).

_____ : tendance avec des investisseurs passifs et sans arbitragistes à long terme, les cours montent progressivement pendant la période où la demande augmente (**avec des mouvements techniques liés aux arbitragistes court terme**).

- Mais les marchés ne sont pas totalement efficients (rationalité limitée **et surtout capacités d'arbitrage limitées – contrainte des benchmarks**).

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (6)?

- **Mouvements techniques.**
 - Changements de portefeuille sans nouvelles.
 - Prises de profits.
 - Stop-loss, avec un cas particulier, la capitulation des fundamentalistes.
 - Plus les positions tactiques sont grosses, plus il y a des chances de « mouvements techniques » (gros ordres justifiés par la volonté de revenir au benchmark).
 - D'où l'utilité de l'approche contrarian.
- **L'approche contrarian intelligente:**
 - Analyse des positions...
 - Mais aussi de leur origine (chartiste ou fondamentale) et de leur résistance aux mauvaises nouvelles.
- **Ces approches doivent être combinées:**
 - La perle rare : les nouvelles attendues par le hedge fund sont favorables à l'achat, la tendance lourde est positive et pourtant il n'y a pas de positions acheteuses (les chartistes ont récemment pris leurs profits...).
 - Mais malheureusement, les signaux sont souvent contradictoires.
 - De façon générale, l'importance accordée aux différentes approches dépendra de la dynamique des marchés, « sains » ou « malsains »... quid de 2019?

L'analyse économique de long terme

- **Le fondamentaliste pur a besoin:**
 - De prévisions de long terme sur les taux d'intérêt monétaires (politique des banques centrales).
 - De prévisions de (très) long terme sur les profits des entreprises.
 - D'estimations sur les taux de change d'équilibre.
- **Une méthode en 3 temps:**
 - Analyse des équilibres de long terme.
 - Analyse de la dynamique économique de court terme (2019).
 - Analyse du moyen terme: la plus délicate, grande incertitude sur la force des mécanismes de retour à l'équilibre (exemple microéconomique: la rentabilité d'Apple est ridiculement élevée, quand reviendra-t-elle à un niveau plus normal?).
- **Quatre ou cinq séances sur les équilibres de long terme.**
 - Quel niveau d'activité économique à l'équilibre, disons dans 5-10 ans?
 - Quel taux de croissance tendanciel de l'activité économique à cette date?
 - Quels taux d'intérêt d'équilibre à cet horizon?
 - Quelle rentabilité des entreprises (part des profits dans la valeur ajoutée) à cet horizon?
 - Quel taux de change d'équilibre à cet horizon?

L'activité économique dans 5-10 ans

- **On peut supposer que le taux de chômage sera à son niveau d'équilibre.**
 - NAIRU: Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment
 - Un chômage anormalement élevé crée un processus de désinflation qui rétablit l'équilibre....
 - Gains de compétitivité – baisse des taux d'intérêt (pour les pays qui le peuvent!).
 - Le retour à l'équilibre peut cependant être très lent pour les pays dans un zone monétaire....
 - ... et menacé par le piège de la déflation structurelle.

- **La productivité du travail sera à un son niveau normal, compte-tenu du capital matériel et surtout immatériel de l'économie (i.e. technologies et capital humain).**
 - Deux questions: les tendances lourdes des gains de productivité...
 - la possibilité d'un rattrapage face à une situation initialement anormale.

- **Au final, quatre questions clefs:**
 - La croissance tendancielle de la population active.
 - Le NAIRU.
 - La croissance tendancielle de la productivité du travail.
 - Les éventuels rattrapages (question particulièrement d'actualité aujourd'hui!).

La croissance tendancielle de la population active (1)

Figure 3.9. Effect of Demographics on Employment Growth (Percent)

Potential employment growth is expected to decline further in both advanced and emerging market economies compared to precrisis rates. This is a result of demographic factors negatively affecting both the growth of the working-age population and trend labor force participation rates.

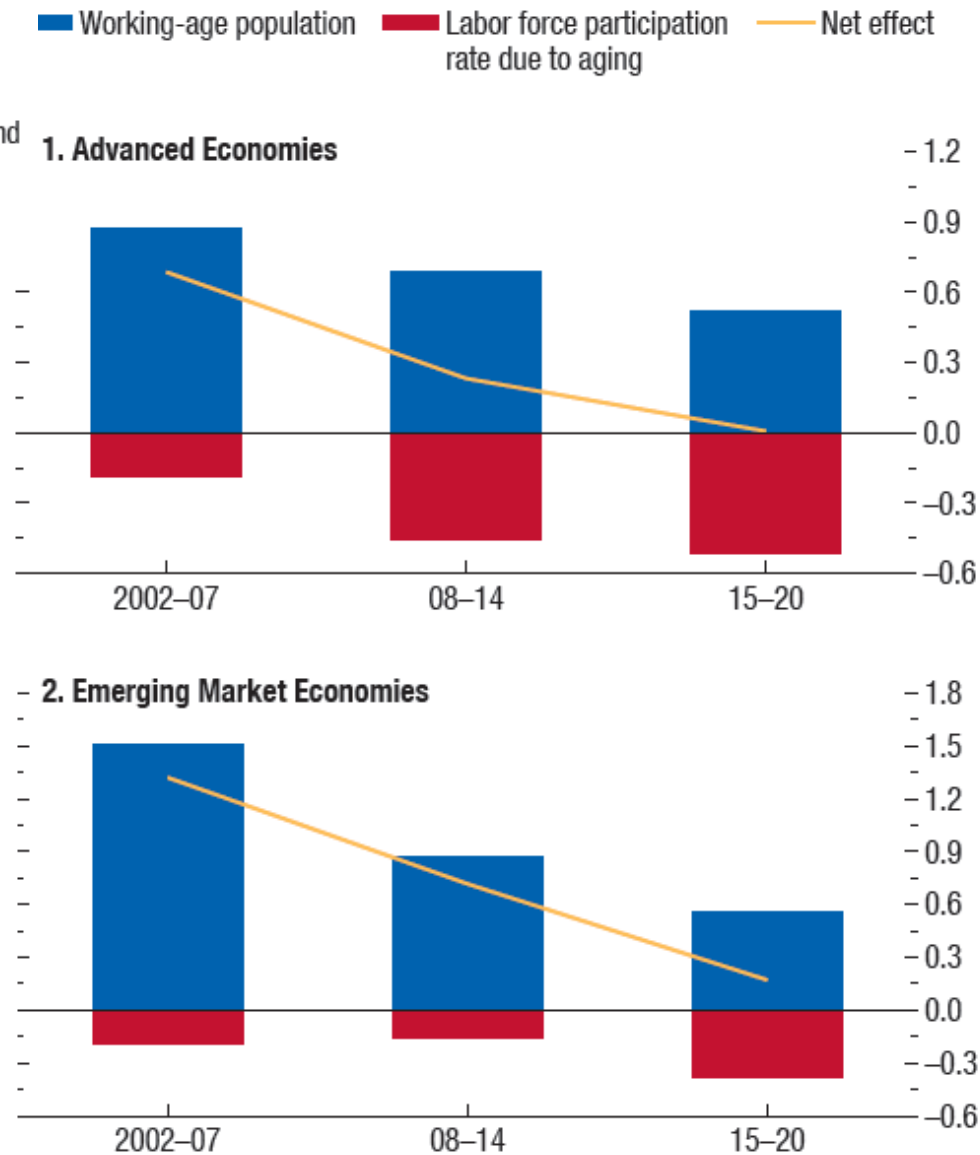
(Source: WEO FMI d'avril 2015)

■ Deux dimensions:

- Un effet purement démographique (fécondité, espérance de vie, migrations...)
- Des changements tendanciels dans les taux de participation (liés en particulier au vieillissement).

■ Une croissance tendancielle de la population active proche de 0 dans les pays industrialisés:

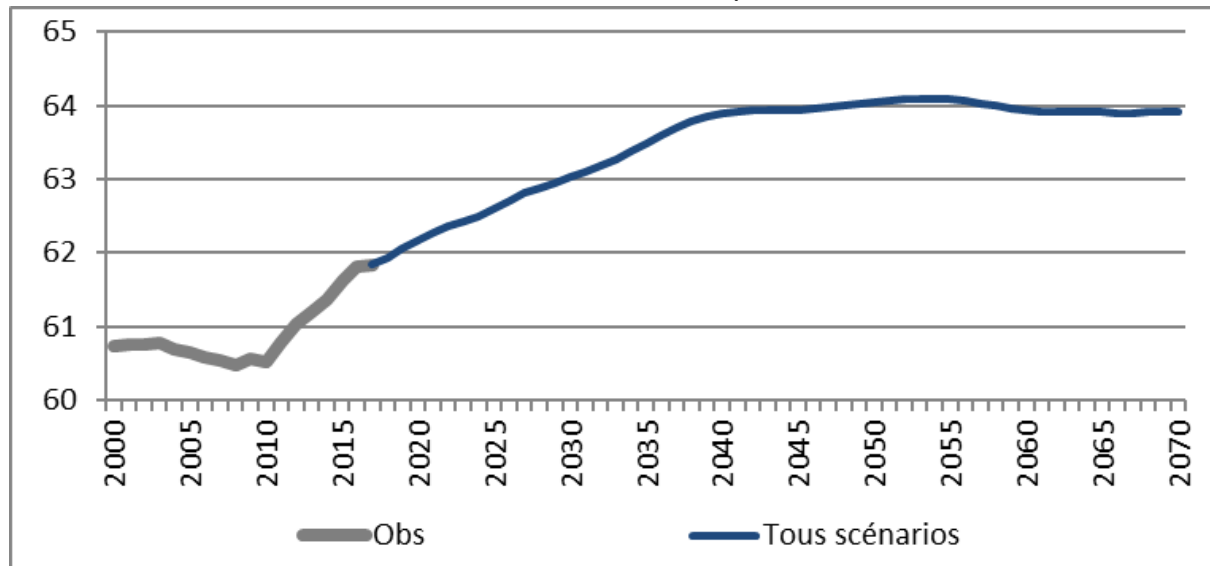
- Mais les réformes des régimes de retraite et l'effet sortie de crise à très court terme.
- Prévisions OCDE pour 2019: +0,8% pour l'ensemble de l'OCDE, +0,6% dans la zone euro, +0,4% en France.



La croissance tendancielle de la population active (2)

Le cas de la France:

- Particulièrement bien analysé par l'INSEE et le COR (Conseil d'Orientation des Retraites).
- Un relèvement progressif de l'âge effectif de départ à la retraite (de 61,8 à environ 64 ans, même sans nouvelles réformes).



Une croissance tendancielle de la population active légèrement positive en France .

| Rythme annuel de croissance moyen | 2010-2020 | 2021-2030 | 2031-2040 | 2041-2050 | 2051-2060 | 2061-2070 |
|-----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Population active | 0,4% | 0,2% | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |

(Source: COR, rapport annuel juin 2018)

Le taux de chômage structurel (1)

- **Le taux de chômage d'équilibre:**
 - Pas d'accélération/décélération de l'inflation (NAIRU).
 - Difficile à estimer.
 - Cf. les variations dans le temps des estimations de l'OCDE (évaluations 2018 sauf en rouge).

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Taux de chômage structurel | | | | | | | | | | |
| Etats-Unis | | | | | 4,7 | 4,6 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| Etats-Unis OCDE 2017 | | | | | 5,0 | 5,0 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,9 |
| Zone euro | | | | | 9,0 | 8,9 | 8,8 | 8,7 | 8,5 | 8,3 |
| Allemagne | | | | | 5,3 | 5,0 | 4,7 | 4,3 | 4,1 | 4,0 |
| Allemagne OCDE 2017 | | | | | 5,4 | 5,2 | 4,9 | 4,8 | 4,7 | 4,7 |
| France | | | | | 9,1 | 9,1 | 9,2 | 9,2 | 9,1 | 8,9 |
| Taux de chômage observé/estimé | | | | | | | | | | |
| Etats-Unis | 9,3 | 9,6 | 8,9 | 8,1 | 7,4 | 6,2 | 5,3 | 4,9 | 4,3 | 3,9 |
| Zone euro | 9,6 | 10,1 | 10,2 | 11,4 | 12,0 | 11,6 | 10,9 | 10,0 | 9,1 | 8,3 |
| Allemagne | 7,6 | 7,0 | 5,9 | 5,4 | 5,2 | 5,0 | 4,6 | 4,2 | 3,8 | 3,4 |
| France | 9,1 | 9,2 | 9,1 | 9,8 | 10,3 | 10,3 | 10,4 | 10,1 | 9,4 | 8,7 |