

# **Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille**

**Olivier Davanne**

# Synthèse 2018-2019

---

## ■ Déception en cours d'année 2018:

- La hausse du prix du pétrole. 10\$/baril, c'est un peu plus de 0,3% du PIB européen transféré aux pays producteurs.
- Problèmes spécifiques à certains pays (l'automobile en Allemagne et la politique économique italienne qui pèse sur son secteur financier).
- Ralentissement des pays émergents, Chine et autres (pas trop dans les chiffres...).
- Protectionnisme US? Plutôt les chinois concernés.
- Cycle des stocks qui n'est pas (pour l'instant?) dans les statistiques (un plus pour la fin de 2017, un moins pour 2018 à partir du printemps).

## ■ Sauf poursuite de la baisse récente du prix du pétrole, peu de dynamisme en sortie d'année et peu de facteurs d'accélération en 2019:

- L'effet accélérateur de l'investissement s'essouffle un peu (mais toujours un soutien dans le bâtiment).
- Et des risques...
- « No deal » Brexit.
- Intensification de la guerre commerciale US-Chine.
- Sanctions européennes et instabilité politique en Italie.

## ■ L'analyse du court terme, pas si compliqué.... Mais:

- Le problème des niveaux, dérivées premières et secondes....
- L'incertitude sur l'investissement et les stocks.
- Les chocs (pétrole, géopolitique...).

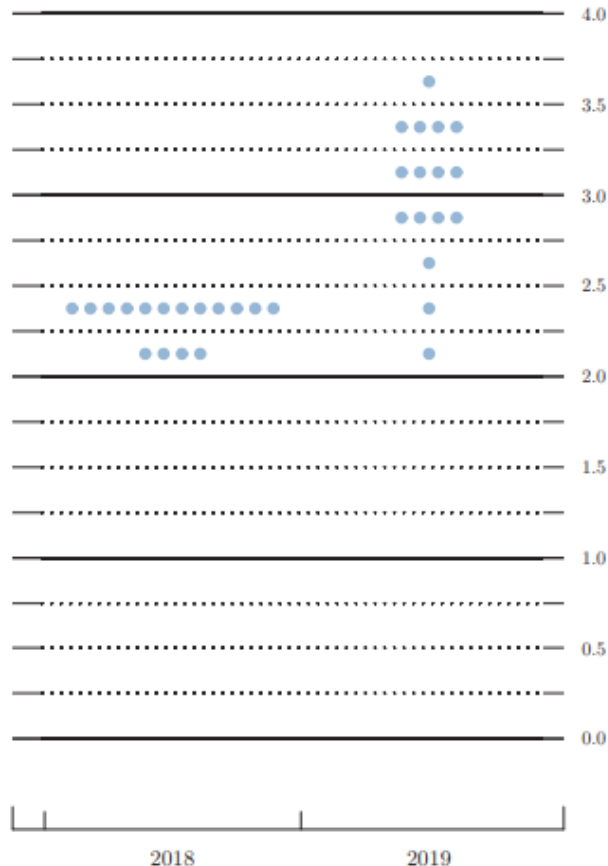
# Les politiques monétaires en 2019 (1)

## A quand la première hausse des taux de la BCE?

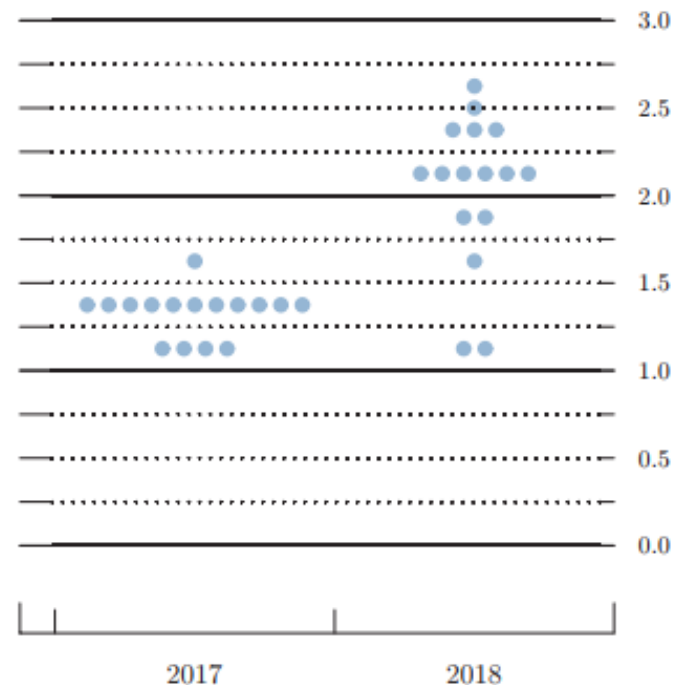
- Le consensus (taux euribor 3 mois vus à -0,1% fin 2018 contre -0,3% aujourd'hui).
- Raisonnable (poursuite de l'accélération progressive des salaires?). Possibilité de maintien des taux si l'euro repart à la hausse? Risque à discuter.

## Hausse sensible probable des taux courts US.

- Presque tous les membres du board de la Fed anticipent une hausse, parfois nette, du jour le jour (fed funds) contrôlé par la Fed (prévisions de septembre).



*Pour la deuxième année consécutive, les hausses effectuées cette année ont été supérieures aux prévisions initiales de la Fed.*



## Les politiques monétaires en 2019 (2)

---

- **Prévision médiane des membres du board: 3,1% fin 2019.**
  - **Incertitude plus forte que les années précédentes (cf.. L'attention actuelle portée aux déclarations des responsables US).**
  - Possible d'assister à un ralentissement cyclique lié en partie aux effets des hausses de taux précédentes. Forte hausse du dollar qui freine l'économie?
  - Pas mon scénario central....
  - Niveau très bas du chômage fin 2019 (3,5% prévu par la Fed): **s'il y a des signes d'accélération sensible des salaires**, la Fed aura à monter les taux un peu plus haut pour préserver sa crédibilité.
  
- **Les marchés sont maintenant en ligne avec les prévisions de la Fed**
  - Consensus forecast novembre 2018.

Three month	
Interest Rates	
Tbills	
In 3m	In 12m
2,5	3,0

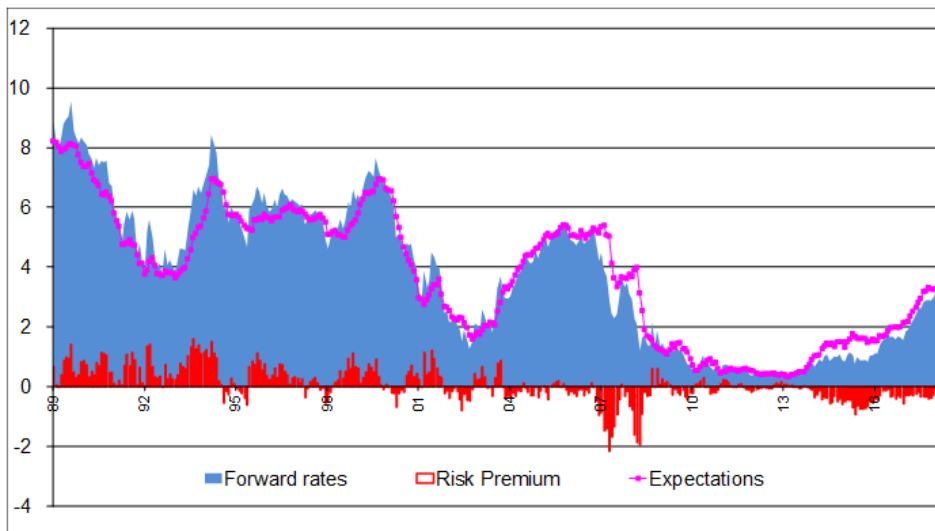
- Possibilité de « surprises » dans les deux sens!

## Les politiques monétaires en 2019 (3)

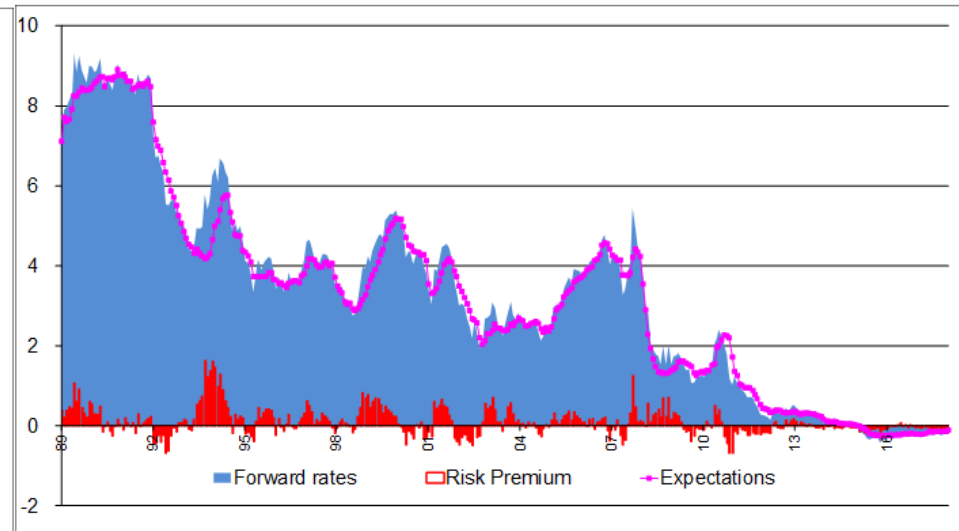
- **Attention de ne pas prendre au premier de la lettre les taux forward comme étant les prévisions des marchés (voir nouvel article du FT sur mon site).**
  - Les taux forward contiennent des primes de risque....
  - ...positives (comme jusqu'aux années 2000) ou négatives (comme apparemment aujourd'hui).
  - Les marchés attendent aujourd'hui plusieurs hausses des taux l'année prochaine!

Risk premia on Eurodollar and Euribor one-year ahead futures

Eurodollar



Euribor



# Les prévisions de marché pour 2019

---

- **Comment utiliser ces éléments d'analyse économique et panacher les différentes approches possibles?**
  - « Fondamentaliste pure ».
  - « Fondamentaliste sceptique ».
  - Chartiste (si possible intelligent...).
  - Contrarian (si possible intelligent...).
- **Analyse rapide des différents marchés.**
  - Pour illustrer les mécanismes et raisonnements à l'œuvre.
  - **Pas de boule de cristal...**
  - Les obligations d'Etat (Bunds et US Treasuries 10 ans).
  - La parité \$/€
  - Pas les actions... Manque de temps et questions difficiles sur les profits futurs (notamment pour les FANGs...).

## Les obligations d'Etat en 2019 (1)

---

- L'approche « fondamentaliste pure ».

$$(1+r_i)^i = (1+pr_i)^i \prod_{t=0}^{i-1} (1+r_1^{at})$$

- **Besoin d'un scénario de politique monétaire à long terme.**

- Pour l'instant, nous avons discuté 2019.
- Et l'équilibre à long terme.

2% de taux nominaux d'équilibre en zone euro. 4,0% aux US (contre 3,0% attendu par la Fed!).

- Quid du « moyen terme »?

- **Aux Etats-Unis, la Fed est devenue particulièrement transparente sur les anticipations des membres du board.**

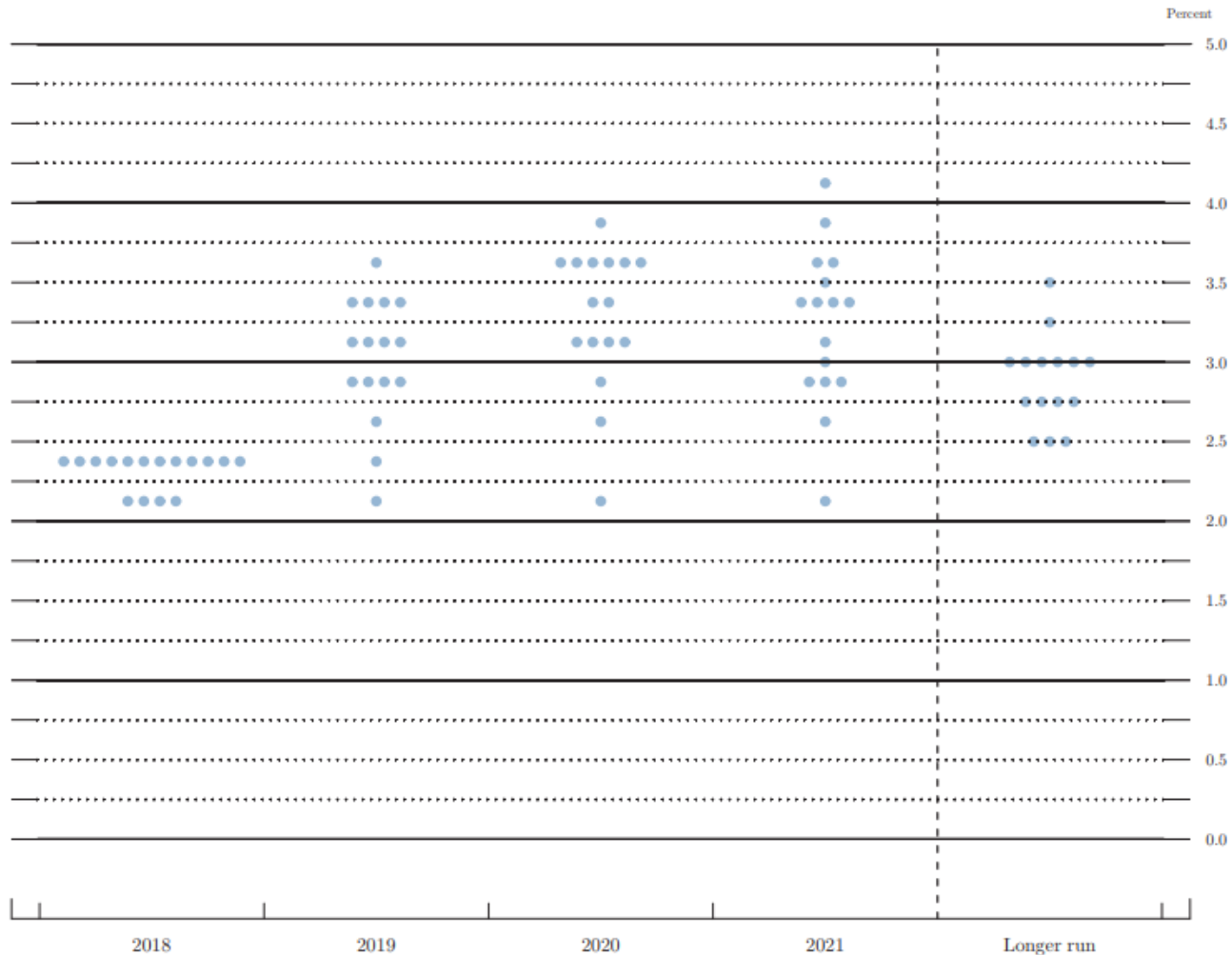
- Prévisions médiane: 3,1% fin 2019, 3,4% fin 2020, 3,4% fin 2021, 3% aux arrondis près au niveau du long terme.
- Pas encore de transparence équivalente en zone euro.

# Les obligations d'Etat en 2019 (2)

## Prévisions des membres du board de la Fed

For release at 2:00 p.m., EDT, September 26, 2018

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate





## Les obligations d'Etat en 2019 (3)

### ■ Hypothèses retenues:

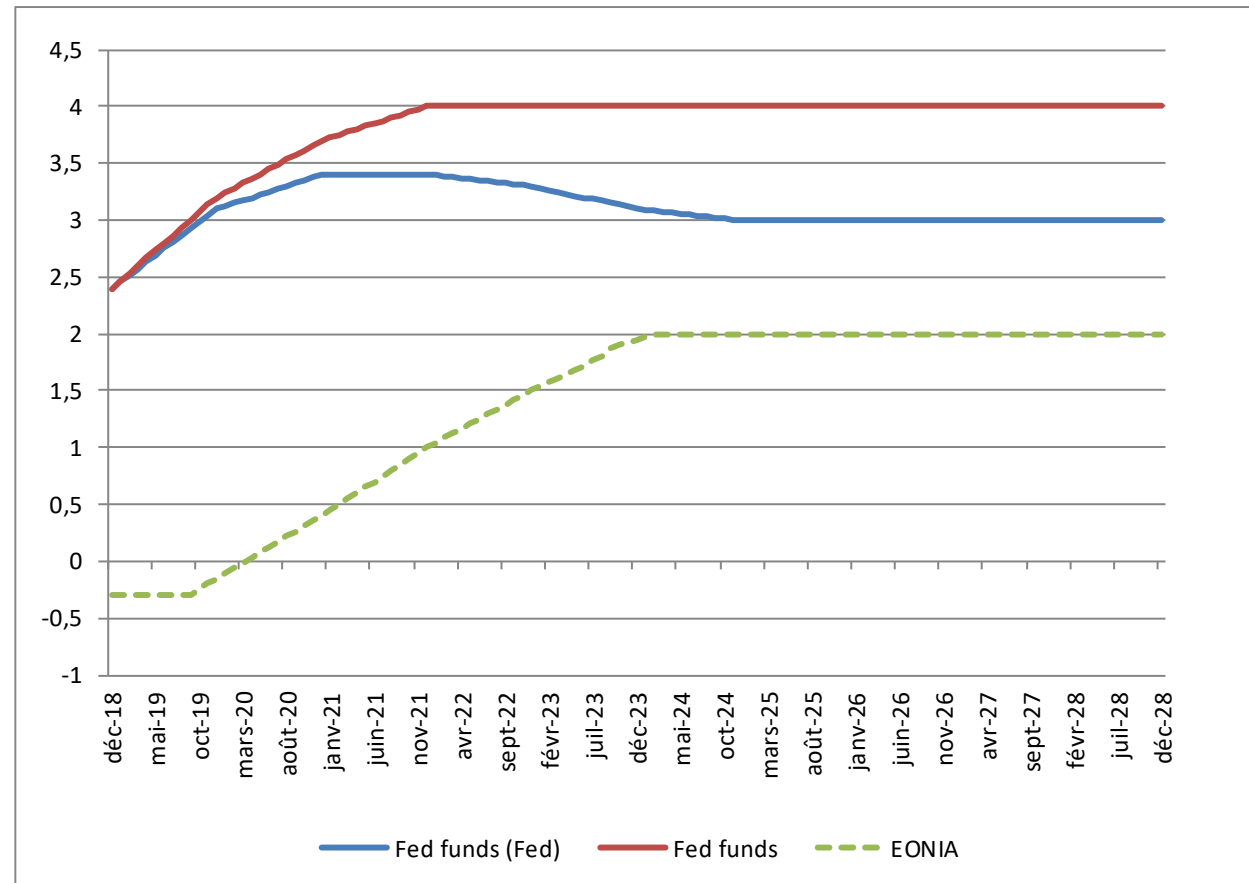
- Convergence assez lente en zone euro (chômage élevé, nécessité de maintenir un euro faible...).
- Hausse plus durable qu'anticipé par la Fed aux US.

### ■ Moyenne des taux courts sur 10 ans:

– A partir de fin 2018:  
1,3% en zone euro,  
3,8% aux US.  
(Fed: 3,1%)

– A partir de fin 2019:  
1,6% en zone euro,  
3,9% aux US.  
(Fed: 3,1%)

– Pour mémoire,  
équilibre:  
2% en zone euro, 4%  
aux US.



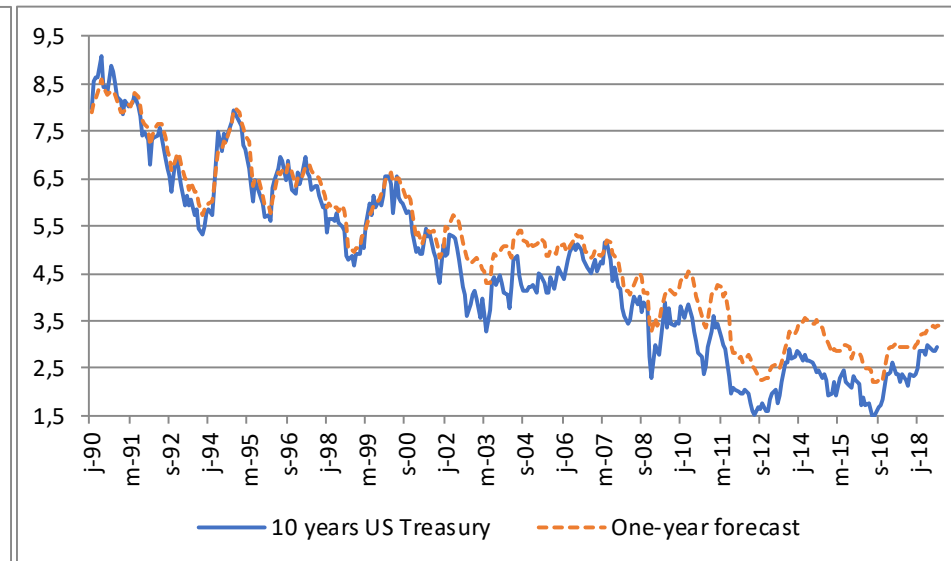
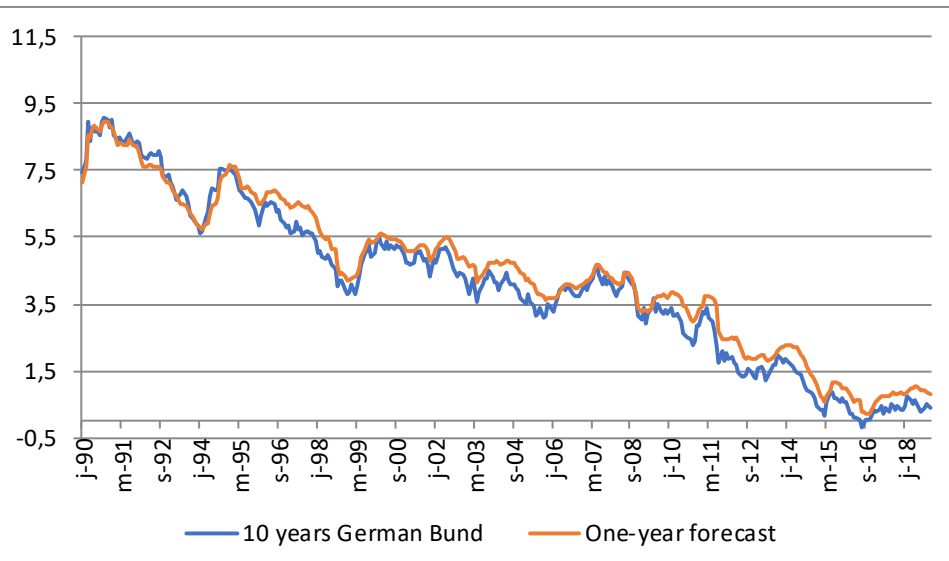
# Les obligations d'Etat en 2019 (4)

## Taux courts moyen anticipés sur 10 ans

	US - Fed	US	Zone euro
A partir de fin 2018	3,1%	3,8%	1,3%
A partir de fin 2019	3,1%	3,9%	1,6%
Equilibre	3,0%	4,0%	2,0%

### Le paradoxe des bas taux longs actuels:

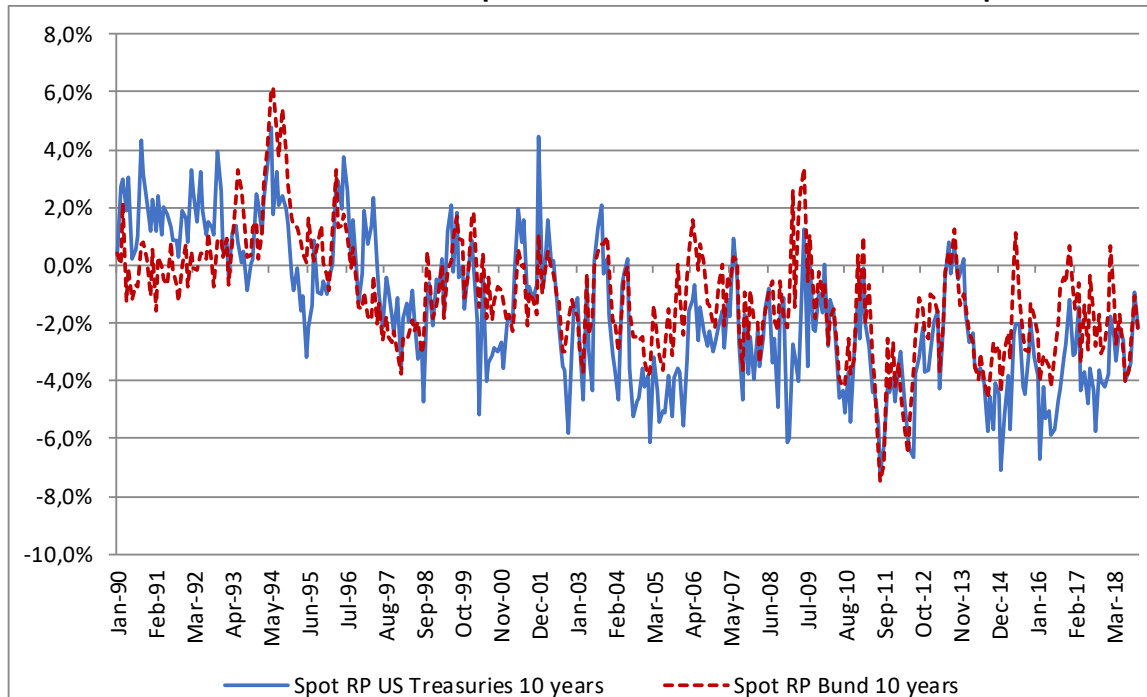
- En Allemagne, les taux longs (0,3% sur le bund) sont sensiblement plus bas que cette moyenne. Aux US, le 10 ans (3,1%) est aligné sur la moyenne Fed.
- Primes de risque trop basses? Les investisseurs anticipent (généralement à tort!) depuis de nombreux mois une hausse des taux longs d'environ 50 bp sur l'année à venir.



## Les obligations d'Etat en 2019 (4)

$$(1+r_i)^i = (1+pr_i)^i \prod_{t=0}^{i-1} (1+r_1^{at})$$

- **Quelles primes de risque pour l'analyse « fondamentaliste pure » ?**
  - Rappel: rien n'impose des primes de risque positives sur les obligations longues émises par des Etats très solvables.
  - Les anticipations de hausse des taux semblent d'ailleurs indiquer des primes de risque négatives depuis 15 ans....
  - Calcul: prime de risque = portage (coupon – taux un an) + plus-values anticipées (attention à bien prendre en compte la pente de la courbe des taux pour la plus-values. Le taux actuel doit être comparé au taux à 9 ans anticipé dans un an).



## Les obligations d'Etat en 2019 (6)

- **Ces primes de risque « révélées » sont volatiles pour des raisons déjà évoquées:**
  - Premier biais de mesure: retard d'ajustement des prévisions.
  - Deuxième biais de mesure: distributions de probabilité asymétriques (écart entre scénario le plus vraisemblable et le scénario moyen).
  - **Mais aussi véritable instabilité des corrélations inter-market et des primes de risque.**
- **Mais elles semblent indiquer des primes de risque en moyenne structurellement négatives.**

Moyenne 2000-2008	-2,3%	-1,3%
Moyenne 2009-2018	-3,3%	-2,2%
Moyenne 12 derniers mois	-2,9%	-2,2%

- Faiblesse des risques inflationnistes, récurrence des crises financières, montée en puissance de l'épargne retraite...
- Plus récemment, hausse des dettes publiques, mais aussi quantitative easing aux US (plus récent en zone euro, et moins visible sur les primes révélées).
- **Quantitative easing et gestion benchmarkée: une petite digression...**
  - L'effet du QE est accentuée par l'importance des gestions **diversifiées** benchmarkées (qui capitulent facilement et doivent acheter des obligations à n'importe quel prix).
  - La catastrophe du benchmarking (mispricing et volatilité)...

## Les obligations d'Etat en 2019 (7)

- **Quelles primes de risque pour le « fondamentaliste pur ».**
  - Rappel: la prime de risque à prendre en compte doit être « forward looking ».
  - Prise en compte des équilibres offre-demande futurs (fin du QE aux US, arrêt probable en zone euro l'année prochaine, peut-être un peu moins de benchmarking stupide...)
  - ... et spécifiquement sur l'obligataire, la réduction mécanique de duration au cours du temps.
- **Calcul « fondamentaliste pur » purement illustratif avec des ordres de grandeur raisonnables.**

Taux longs fondamentaux avec une prime à -1,0% aux US et -0,75% en ZE				
		US - Fed	US	Zone euro
Aujourd'hui		2,1%	2,8%	0,6%
Dans un an		2,1%	2,9%	0,8%
Equilibre		2,0%	3,0%	1,3%

- **Rappel...**
  - En toute rigueur, la discussion des primes de risque n'est pas indépendante de la discussion sur les autres fondamentaux.
  - Nous avons insisté lourdement sur le lien à long terme profits-prime de risque actions.
  - Pour les obligations, il y a un lien primes de risque – taux courts d'équilibre. Taux longs d'équilibre très bas?? Peut-être que les taux courts d'équilibre sont supérieurs à 4% et 2% aux Etats-Unis et en zone euro...