Complément sur les méthodes d'investissement et l'utilisation de l'analyse économique par les « fondamentalistes sceptiques »

Cette note rappelle les différentes méthodes de prévision financière et détaille comment, classe d'actif par classe d'actif, les « fondamentalistes sceptiques » utilisent l'information.

Méthodes de prévision financière et d'investissement

Nous avons distingué dans le cours quatre styles de gestion, dans la réalité souvent panachés par les investisseurs, qui conduisent à des besoins en analyse économique très différents :

Nous avons d'abord distingué deux types de « fondamentalistes » qui utilisent intensément l'analyse macroéconomique en amont de leurs choix d'investissement.

- L'approche « fondamentaliste pure » est celle qui est souvent qualifiée de « fondamentaliste », sans autre précision. Elle consiste à rechercher la bonne valeur des actifs à partir d'une analyse économique et financière de moyen et long termes. L'analyse des rendements et primes de risque peut être plus ou moins poussée et il existe ainsi tout un continuum de « fondamentalistes purs » en fonction du degré plus ou moins approfondi de leur travail d'analyse fondamentale.
- Mais beaucoup de praticiens ont une autre approche et s'intéressent aux surprises qui font bouger les marchés plus qu'à l'analyse de la valeur fondamentale des différents titres. Nous avons qualifié de « fondamentaliste sceptique » cette approche qui n'est guère étudiée dans la littérature académique (et le nom de « fondamentaliste sceptique » est d'ailleurs une invention sémantique de ce cours et doit être utilisé avec précaution avec d'autres enseignants…).

Les deux autres approches sont non fondamentales et utilisent assez peu, voire pas du tout, l'analyse macroéconomique.

- L'approche « contrarian » qui consiste à repérer les marchés sur lesquels les investisseurs prennent des positions tactiques très importantes (sous-pondérés ou sur-pondérés par rapport à leurs benchmarks) avec l'idée que ces marchés vont connaître des mouvements techniques violents quand ces investisseurs vont essayer de réduire ces positions tactiques.
- Les méthodes quantitatives qui regroupent en fait une très grande variété d'approches différentes. 1/ Il y a le « chartisme », fondé sur deux idées. D'une part, les marchés connaissent des tendances à la hausse ou à la baisse plus ou moins durables (idée que nous avons rationalisée en mentionnant l'existence de flux financiers structurels ou, en utilisant un langage plus académique pour décrire la même réalité, de déformations structurelles et durables des primes de risque). D'autre part, l'examen des graphiques de cours (« charts ») peut donner des indications sur la force de la tendance et la probabilité de mouvements techniques autour de cette tendance (hypothèse que l'on peut également rationaliser en admettant que les phases de spéculations jouant la tendance puis de prises de profit auraient tendance à alterner de façon assez stable au cours du temps). 2/ Il y a toute la finance mathématique d'arbitrage (modèles d'options, de courbe de taux, etc…) qui sert à arbitrer les prix d'actifs au sein d'une classe d'actifs. Ces méthodes ne font guère appel à l'analyse macroéconomique (peut-être à tort…) mais sont fondamentalistes dans un sens étroit car elles supposent l'efficience du marché dans l'arbitrage d'actifs soumis aux mêmes facteurs de risque.

Ces méthodes sont citées ici seulement pour mémoire car, contrairement aux autres, ce ne sont pas des méthodes d'allocation d'actifs – choix entre monétaire, obligations, actions… - mais seulement, répétons-le, des méthodes de pricing relatif au sein d'une classe d'actifs et de ses dérivés. 3/ Il y a enfin les approches statistiques « boîte noire » où on recherche à identifier des signaux d'achat ou de vente sur différents marchés à partir du brassage de différentes données (cours observés comme chez les chartistes, mais aussi parfois données économiques fondamentales) avec la priorité donnée au « fit » statistique (capacité à envoyer de bons signaux d'achat et de vente) plutôt qu'à la rationalité fondamentale des relations qui émergent de ces analyses statistiques. Nous avons indiqué pendant le cours oral que certaines de ces analyses statistiques sont parfois présentées comme relevant de l'analyse fondamentaliste pure, parce que le modèle testé s'inspire un peu ou beaucoup des relations fondamentales de pricing. Ces travaux sont souvent utiles, mais le qualificatif « fondamentaliste » est un peu usurpé tant qu'il n'y a pas d'analyse prospective des variables fondamentales et seulement la recherche de relations statistiques entre variables observables (du type taux longs = F(taux courts observés, croissance, inflation, déficit budgétaire,…)). En effet, les relations estimées traduisent des régularités statistiques observées dans le passé, mais les prix ne sont pas nécessairement à leur bon niveau « fondamental » quand ces relations statistiques de nature historique sont respectées (car les erreurs de pricing peuvent se reproduire et le fait de surfer une bulle ressemblant aux bulles précédentes peut parfois faire gagner de l'argent, mais n'autorise pas nécessairement à se présenter comme « fondamentaliste pur »…).

Utilisation de l'analyse macroéconomique par les « fondamentalistes sceptiques ».

Obligations

Les choses sont parfaitement claires pour les obligations. Sur un marché relativement « sain », qui réagit de façon rationnelle aux nouvelles, les surprises à la hausse sur l'inflation et la croissance doivent faire monter les taux d'intérêt à long terme. En effet, ces nouvelles conduisent à revoir à la hausse les taux monétaires attendus dans le futur (car la politique monétaire des banques centrales est essentiellement fonction de la situation en matière de croissance et d'inflation). Or, dans le modèle fondamental de valorisation, les taux longs sont une sorte de moyenne pondérée des taux courts futurs.

Par ailleurs, les mauvaises nouvelles sur le front de l'inflation peuvent également faire augmenter les primes de risque. Les mécanismes en jeu diffèrent cependant selon que l'on considère la prime de risque exigée par les investisseurs à court terme ou à long terme. Nous verrons le cas des investisseurs à court terme dans la section suivante après avoir discuté le lien inflation- actions (cadre formel du CAPM – Capital Asset Pricing Model). En ce qui concerne, l'investisseur à long terme, en l'absence d'incertitude sur l'inflation, l'obligation nominale longue est un placement très sûr : les fluctuations de cours au jour le jour liées à l'évolution des taux à long terme pénalisent l'investisseur à court terme mais ne modifient pas le patrimoine que l'investisseur à long terme obtiendra à l'issue de sa période de placement. La présence d'un risque inflationniste change la donne et crée de l'incertitude sur la valeur réelle finale du placement obligataire (et pousse d'ailleurs à privilégier les obligations indexées au détriment des obligations nominales).

Au final, l'inflation, encore plus que la croissance, est l'ennemi des obligations.

Actions

Les mauvaises nouvelles sur l'inflation font également baisser de façon non ambiguë le cours des actions sur des marchés relativement « sains » qui répondent rationnellement aux nouvelles. En effet, une accélération de l'inflation joue négativement sur le calcul des « cash flows actualisés » (la dégradation des perspectives de prix fait monter les taux d'intérêt, les perspectives de dividendes à moyen terme sont plutôt revues à la baisse compte tenu de la dégradation de la situation économique et il est même possible que les primes de risque sur les actions augmentent). Il existe cependant une situation (heureusement rare, sauf au cours des dernières années !) où ce n'est pas le cas : quand dominent les craintes de déflation. En période de déflation (tendance assez durable à la baisse des prix à la consommation), la politique monétaire devient très peu efficace (les taux courts ne peuvent pas descendre nettement sous 0 : il y a ainsi un plancher au niveau des taux d'intérêt réels). Un peu d'inflation devient alors une bonne nouvelle car elle redonne de l'efficacité à la politique monétaire et permet d'améliorer les perspectives de croissance et de versement de dividendes à moyen terme.

Ces observations sur le rôle de l'inflation permettent de revenir quelques instants sur ce qui a déjà été dit sur la prime de risque obligataire. Notons en effet que, dans le cas le plus fréquent (hors déflation), les chocs inflationnistes accroissent la corrélation positive entre le cours des actions et celui des obligations (i.e. une mauvaise surprise sur l'inflation fait à la fois baisser les cours de bourse et monter les taux d'intérêt à long terme). Or, pour l'investisseur à court terme, cette corrélation actions-obligations est un élément très important de la prime de risque exigée sur les obligations (cf. le modèle du CAPM rappelé en cours : ce n'est pas la seule volatilité d'un actif qui détermine la prime de risque exigée par l'investisseur à court terme, mais le couple volatilité – corrélation avec le « portefeuille de marché »). Nous retrouvons ainsi un deuxième canal par lequel des chocs inflationnistes rendent les obligations moins attractives et peuvent faire monter leur prime de risque. En d'autres termes, pour les investisseurs à court terme, l'attractivité des obligations dépend du type de chocs qui domine : les chocs qui induisent une corrélation négative actions-obligations (exemple type : les crises financières) confèrent aux obligations un rôle utile d'assurance du portefeuille pour l'investisseur à court terme[1] alors que la prévalence de chocs inflationnistes fait augmenter la prime de risque.

Revenons aux actions. Si les chocs inflationnistes font baisser les cours sur des marchés sains, le rôle des surprises sur la croissance est beaucoup plus ambigu. En effet de bons indicateurs de croissance font progresser les dividendes attendus dans le futur, mais ils poussent aussi à la hausse les taux d'intérêt. L'effet net sur les cash flows actualisés est ainsi ambigu. En fait, tout dépend de la conjoncture économique et des de capacités de production inemployées dans l'économie. Si l'économie est sur une trajectoire équilibrée, c'est-à-dire à son potentiel de production avec notamment un chômage stabilisé à son niveau structurel, de bons indicateurs de croissance ne sont pas nécessairement une bonne nouvelle. Certes les profits peuvent encore progresser à court terme, mais au risque de passer dans la zone de surchauffe obligeant la banque centrale à réagir en montant les taux d'intérêt. Dans les situations de croissance

[1] Rappelons que le modèle du CAPM ne s'applique pas dans sa forme la plus simple aux investisseurs à long terme qui ne sont pas concernés uniquement par les volatilité instantanée et les corrélations de court terme entre types d'actifs. Pour les investisseurs à long terme, les forces de rappel sur les différentes classes d'actifs jouent aussi un rôle clef. C'est pour cela que nous n'avions pas utilisé le cadre formel du CAPM pour discuter précédemment le lien chocs inflationnistes – prime de risque exigée du point de vue des investisseurs à long terme.

équilibrée, et bien sûr encore plus dans les situations de surchauffe, l'effet négatif de la hausse des taux d'intérêt peut ainsi facilement l'emporter sur l'effet positif lié à la révision à la hausse des dividendes futurs. En revanche, si l'économie fonctionne en sous-utilisation des capacités de production, de bonnes surprises en termes de croissance peuvent conduite à des révisions significatives sur les profits et dividendes futurs sans effet négatif trop marqué sur les taux d'intérêt. Dans ces conditions, un bon indicateur de croissance pourra avoir un effet nettement positif sur les actions.

Au final, la zone euro est en général dans la deuxième situation et il est très rare que les bonnes surprises macroéconomiques soient défavorables aux actions. La situation est moins claire aux Etats-Unis où la banque centrale est en général plus active et ne laisse pas s'accumuler un potentiel de production inemployé très longtemps. Il arrive ainsi assez souvent que la bourse américaine réagisse mal aux bons indicateurs de croissance, ce qui surprend toujours certains observateurs.

Les devises

Il y a aussi une certaine ambiguïté sur l'impact des différentes surprises, même si elle est moins marquée que pour les actions. En ce qui concerne l'inflation, tout dépend de l'impact de surprises inflationnistes sur les taux d'intérêt réels à long terme (qui sont les variables clefs qui rentrent dans la relation de valorisation). Et cet impact dépend crucialement de l'orientation des politiques monétaires. Des banques centrales très crédibles vont probablement réagir vigoureusement à une augmentation des pressions inflationnistes et faire progresser les taux d'intérêt réels (la hausse des taux nominaux allant au-delà de la hausse de l'inflation si la banque centrale souhaite freiner l'économie afin d'atténuer les pressions inflationnistes). C'est le cas général à l'heure actuelle et, sauf pour certains pays émergents, un mauvais indicateurs d'inflation fait plutôt progresser une devise. Ce n'était pas le cas dans les années 70, époque où les banques centrales étaient beaucoup moins réactives face aux risques de spirales inflationnistes.

En ce qui concerne les indicateurs de croissance, la situation est similaire : il y a une certaine ambiguïté théorique, mais dans la pratique le mode de réaction des marchés est assez stable. L'ambiguïté vient du fait que des indicateurs de croissance qui surprennent à la hausse font monter les taux d'intérêt (nominaux et réels), mais peuvent augmenter la prime de risque sur la devise du pays concerné si cette surprise traduit une augmentation de la demande intérieure, une diminution de l'épargne domestique et une dégradation des équilibres extérieurs. Rappelons en effet que la prime de risque est fondamentalement liée à la situation extérieure (pays créancier net ou débiteur). Cependant, en règle générale (avec parfois quelques inquiétudes pour les Etats-Unis) les pays industrialisés n'ont pas de problème de dette extérieure excessive et la prime de risque n'est pas beaucoup affectée par des signes de croissance forte et d'accélération des importations. Ainsi, sauf dans certains pays émergents et pendant des périodes brèves aux Etats-Unis, les bonnes surprises sur la croissance tendent à faire monter la devise du pays concerné.