

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

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/rigidité des prix – 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 2001).
 - 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. **Il y a parfois des ruptures structurelles.**
 - 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 des dernières années sur le marché obligataire, posts de l'année dernière à actualiser....).

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

La prévision économique à court terme (1)

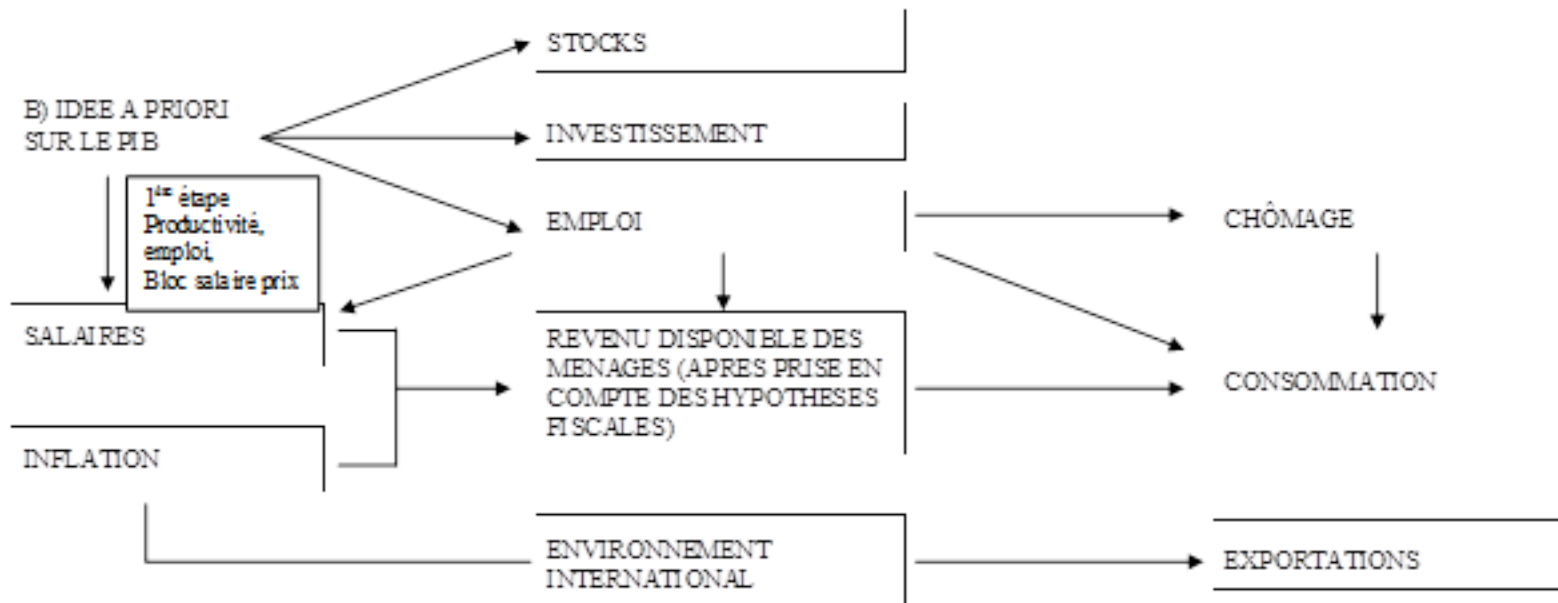
- Il ne suffit pas d'avoir raison sur l'économie réelle pour investir correctement....
- Mais ne pas trop se tromper sur les tendances macroéconomiques à court terme (croissance, inflation) et sur les réactions des banques centrales aux nouvelles économiques reste la chose la plus importante pour la plupart des gestionnaires diversifiés.
- **Exercice difficile pour trois raisons:**
 - Connaissance imparfaite des comportements des différents agents.
 - Chocs difficiles à prévoir (chocs politiques – 11/09, guerres commerciales – ou économiques – crise financière, forte variation du prix du pétrole...).
 - Complexité du système simultané d'équations que le prévisionniste doit résoudre! Tout semble interdépendant (les prix dépendent de la croissance, mais la consommation des ménages dépend des prix, or la croissance à court terme dépend en grande partie du dynamisme de la consommation...).
- **La deuxième difficulté est généralement la plus grave.**
 - Les consommateurs et les entreprises ne font pas n'importe quoi... Les comportements économique à court terme ne sont pas si difficiles à anticiper...
 - Les économistes ont des recettes pour gérer ce système simultané d'équations...

La prévision économique à court terme (2)

La relative déconnexion entre les évolutions réelles et nominales due à la « viscosité » des prix facilite beaucoup le processus de prévisions car le prévisionniste peut examiner les deux blocs « réels » et « nominaux » de façon séquentielle plutôt que simultanée.

ETAPES D'UNE PREVISION MACROECONOMIQUE

A) ETUDE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL (Demande mondiale, prix des concurrents et des matières premières, taux de change)



C) P.I.B. = CONSOMMATION + INVESTISSEMENT + VARIATIONS DE STOCKS + EXPORTATIONS - IMPORTATIONS

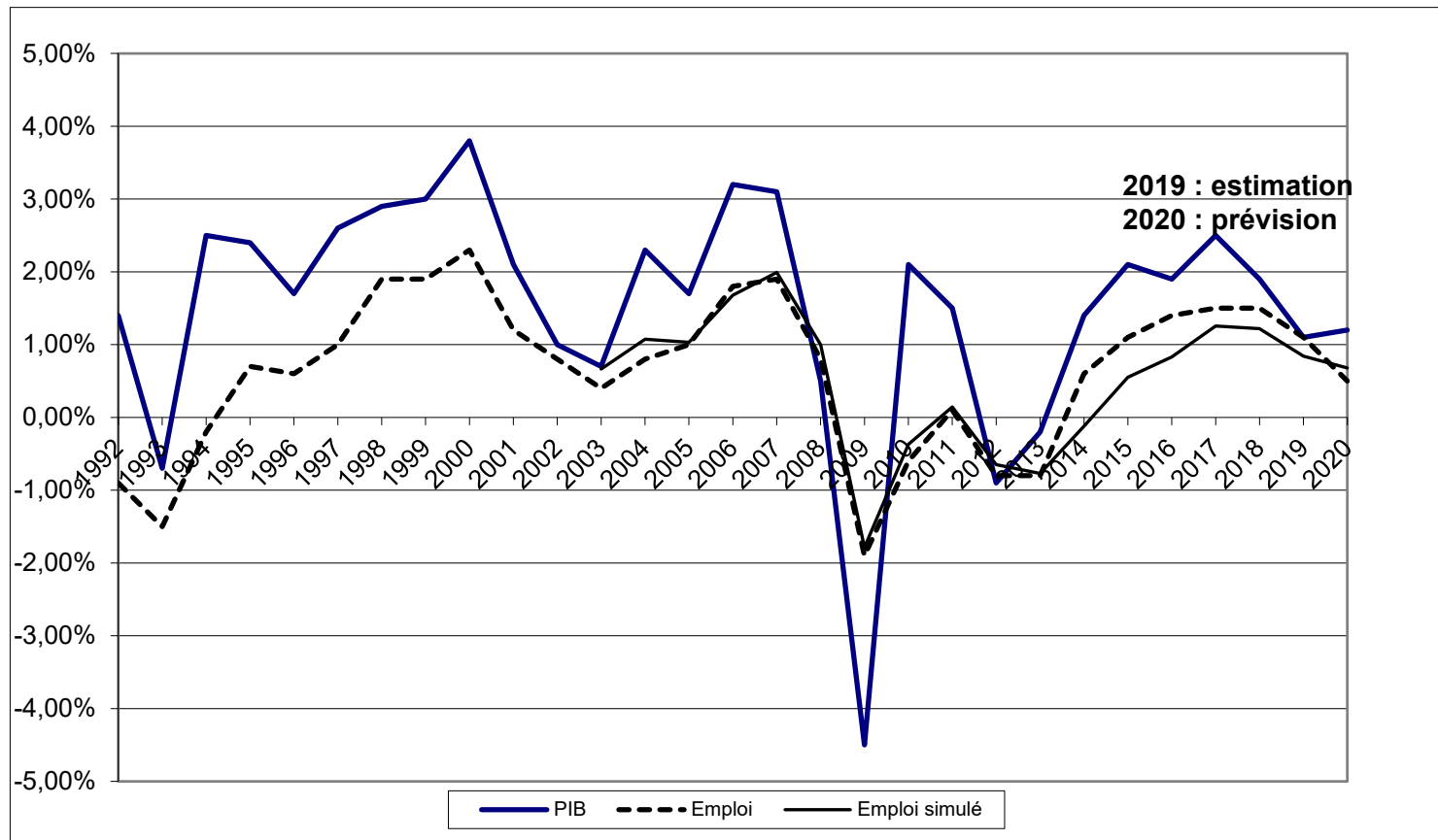
La dynamique de court terme des prix et des salaires (1)

- Les salaires ont une tendance assez stable...
- Mais pour anticiper finement d'éventuelles inflexions, il faut prévoir l'emploi et le chômage.

$$\dot{w} = \alpha \dot{p} + (1 - \alpha) \dot{p}_{-1} - \gamma U - \delta \Delta U + c$$

- **Quelles créations d'emplois et quel chômage en 2020?**
 - Tendence longue des gains de productivité un peu inférieure à 1% en zone euro.
 - Mais, une notion clef, celle de « **cycle de productivité** »: l'emploi s'ajuste avec retard avec l'activité.

La dynamique de court terme des prix et des salaires (2)



■ Quelles créations d'emplois en 2020?

- Une difficulté, déjà mentionnée dans la partie LT: “the current recovery has been “job-rich” as the increase in the number of people employed has been somewhat stronger than economic growth would have suggested”. Rapport CE 2017.
- Mais la divergence s’est un peu réduite depuis 2017 (croissance de l’emploi seulement supérieur de 0,3% par an à ce qui est simulé).
- Prévisions emploi/chômage CE raisonnable... Encore un petit aléa favorable?

La dynamique de court terme des prix et des salaires (3)

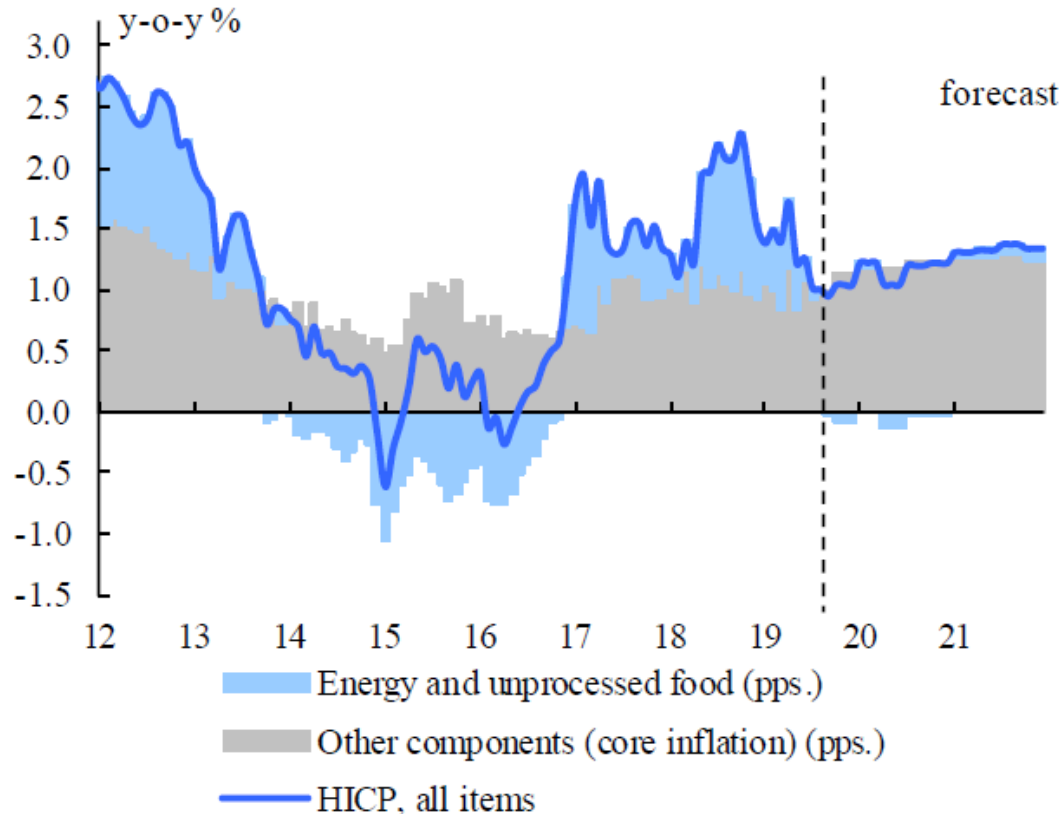
■ Quelle évolution des salaires?

- En principe, discussion simultanée prix-salaire...

$$p = \mu w + (1 - \mu) w_{-1} - \pi$$

- Mais pas trop d'incertitude sur le « paquebot » de l'inflation sous-jacente. Nous allons y revenir.

Graph I.2.26: Inflation breakdown, euro area



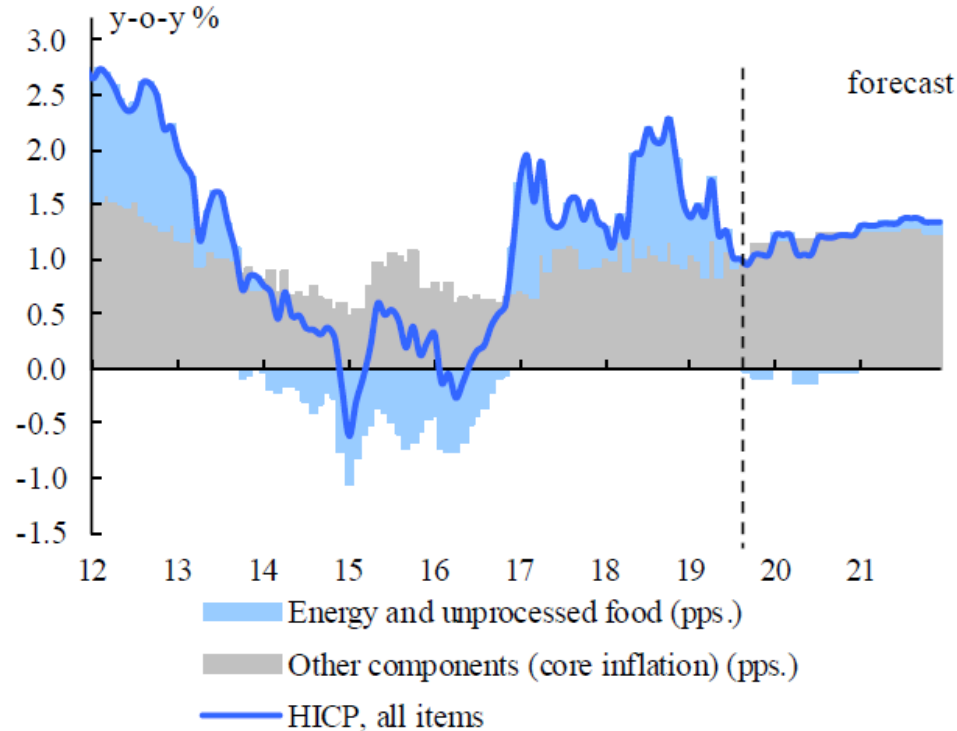
- Pourquoi prévoir une nette décélération des salaires en dépit de la baisse du chômage qui se poursuit?

La dynamique de court terme des prix et des salaires (4)

Quelle évolution des prix?

- Les prévisionnistes se trompent assez peu sur l'inflation sous-jacente.
- La dérivée est stable! Longs mouvements de lente accélération ou décélération...

Graph I.2.26: Inflation breakdown, euro area



- Elle suit avec retard les salaires corrigés de la productivité tendancielle (sujet débattu...). Avec un effet change et matières premières qui n'est pas massif.
- Les pros (INSEE, Bercy...) suivent cela de façon très efficace à un niveau détaillé.
- 2020? Un peu plus d'accélération de l'inflation sous-jacente avec la hausse des coût de production au cours des deux dernières années?

La consommation des ménages (1)

■ Ses déterminants:

- Revenus avec des décalages.
- La confiance.
- De façon plus mineure, selon les pays, un effet richesse (à court terme, car ce n'est pas toujours très rationnel de consommer ses plus-values immobilières quand on doit se loger...).

■ Quelle confiance??

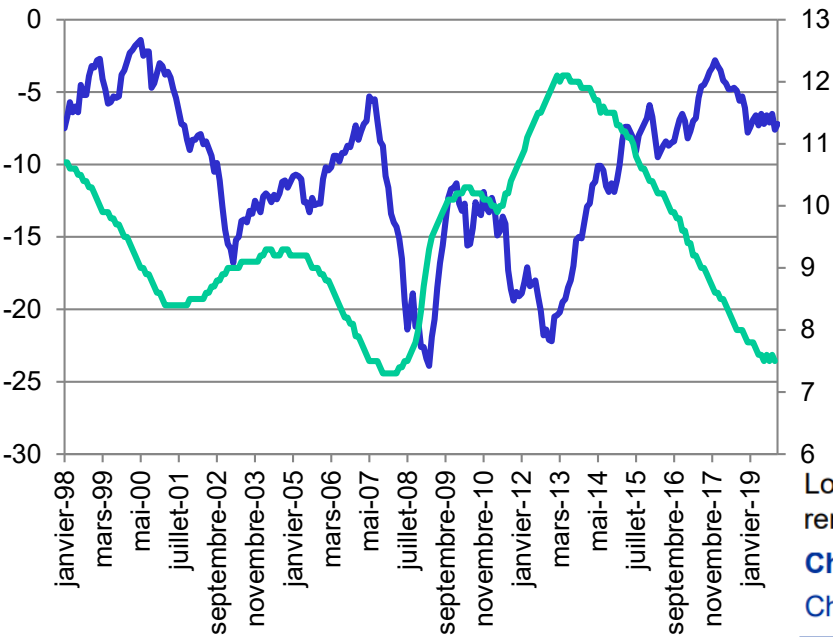
- La croissance de la consommation dépend de la variation de la confiance...
- La confiance dépend de la variation de l'emploi (ou du chômage)...
- **La variation de la confiance dépend de la dérive seconde de l'emploi...**

■ Le rôle de l'emploi.

- La croissance de la consommation dépend donc à la fois de la croissance de l'emploi (effet revenu un peu décalé)....
- ... et de la dérivée seconde de l'emploi (effet confiance).

$$\frac{\Delta C}{C} = \alpha \frac{\Delta R}{R} + (1 - \alpha) \left(\frac{\Delta R}{R} \right)_{-1} + \gamma \left(\frac{\Delta E}{E} - \left(\frac{\Delta E}{E} \right)_{-1} \right)$$

La consommation des ménages: la confiance (2)



— Indicateur de confiance CE
 — Taux de chômage (échelle droite)

$$\frac{\Delta C}{C} = \alpha \frac{\Delta R}{R} + (1 - \alpha) \left(\frac{\Delta R}{R} \right)_{-1} + \gamma \left(\frac{\Delta E}{E} - \left(\frac{\Delta E}{E} \right)_{-1} \right)$$

**Niveau, dérivée première, dérivée seconde?
 Encore un effort....**

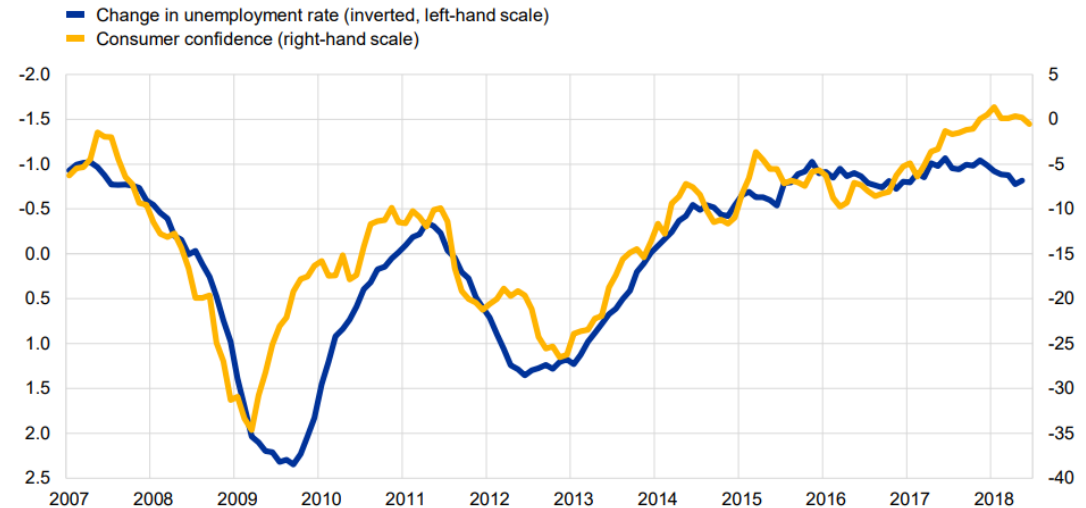
M. Dossche, Forsells, M., Rossi, L, and G. Stoevsky (2018). 'Private consumption and its drivers in the current economic expansion'. ECB Economic Bulletin 5

Looking forward, as labour markets continue to improve, consumer confidence should remain elevated and private consumption should rise further (see Chart 21).

Chart 21

Change in unemployment rate and consumer confidence

(left-hand scale: annual percentage point differences, right-hand scale: net percentage balances)



La consommation des ménages (2bis)

L'exemple spectaculaire de 2010: consommation en hausse en dépit du chômage et des revenus!

Novembre 2018	2009	2010
PIB (11)	-4,5	2,1
Demande intérieure finale	-2,6	0,6
Consommation privée (6bis)	-1,1	0,8

	Compte des ménages	
	2009	2010
RDB réel (5)	-0,3	-0,4
Emploi (2)	-2,1	-0,8
Salaire réel	1,5	0,6
Taux d'épargne (6)	14,4	13,2
Taux de chômage (3)	9,6	10,2