

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

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). **Faible impact du niveau de la compétitivité sur les taux de croissance.**

- **La contribution nette du commerce extérieur va ainsi dépendre du différentiel de demande intérieure (surtout) et des variations de compétitivité. Contribution neutre?**

International environment						
(Annual percentage change)					Autumn 2019 forecast	
	(a)	2016	2017	2018	2019	2020
Real GDP growth						
Japan	4.1	0.6	1.9	0.8	0.9	0.4
USA	15.2	1.6	2.4	2.9	2.3	1.8
Emerging and developing Asia	34.1	6.5	6.5	6.4	5.7	5.6
- China	18.7	6.3	6.8	6.6	6.1	5.8
- India	7.7	8.7	6.9	7.4	5.6	6.1
Latin America	7.5	-0.8	1.1	1.0	-0.1	1.1
- Brazil	2.5	-3.3	1.1	1.1	0.8	1.5
MENA	6.5	4.6	1.9	1.0	1.0	1.8
CIS	4.4	0.7	2.2	2.7	1.7	2.1
- Russia	3.1	0.3	1.6	2.3	1.0	1.4
Sub-Saharan Africa	3.2	1.1	2.6	2.6	2.7	2.8
Candidate Countries	1.9	3.2	7.0	2.9	0.6	3.1
World excluding EU	83.7	3.4	3.9	3.8	3.2	3.3
Trade of goods and services, volumes						
World excluding EU, import		1.1	6.2	4.1	0.4	2.1
EU export market growth		3.2	5.3	3.2	2.3	2.6

(a) Relative weights in %, based on GDP (at constant prices and PPS) in 2018.

Le PIB

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

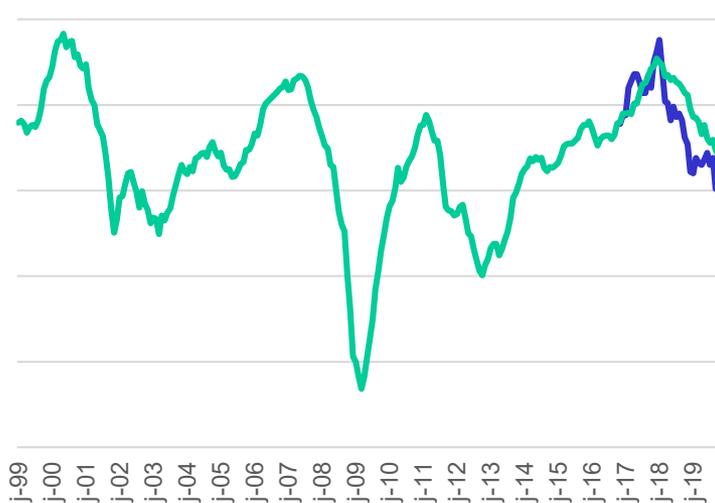
Croissance très médiocre à court terme, mais possibilité d'accélération progressive ? (automobile, stocks...).

Utilisation des enquêtes de conjoncture pour vérifier ses intuitions.... Confirment une croissance très faible à court terme.

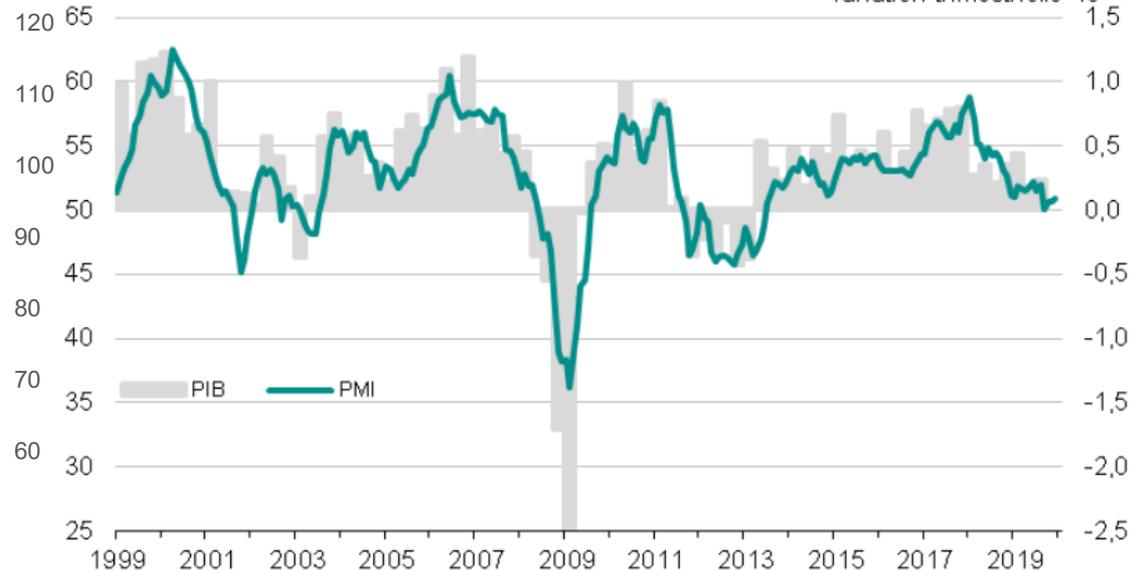
Indice PMI Composite IHS Markit pour la zone euro

Indice PMI composite IHS Markit pour la zone euro

PIB zone euro
variation trimestrielle %



— Composite PMI (Markit)
— Economic Sentiment (Eurostat, échelle droite)



Synthèse 2019-2020

■ Les trois raisons de la déception en 2019:

- Guerre commerciale et ralentissement mondial. Mais probablement pas le plus important en dépit des discours dominants!
- Problèmes spécifiques dans le secteur automobile. Incertitude des consommateurs sur le choix des modèles (normes anti-pollution, taxes carbone, électrification à venir...)? Ceci explique pour l'essentiel pourquoi la consommation des ménages a été faible (et l'impact concentré sur l'industrie allemande).
- Cycle des stocks. Effet d'amplification du ralentissement semble-t-il significatif.

■ Peu de dynamisme en sortie d'année, mais quelques facteurs d'accélération dans le courant de 2020:

- Consommation plus soutenue grâce aux revenus (et moins d'effet négatif de l'automobile).
- Contribution mécaniquement positive des stocks en cours d'année (fin du déstockage actuel).
- Investissement? Pas terrible actuellement, mais possibilité de rebond si les questions commerciales internationales semblent se régler.
- 2021 nettement meilleur que 2020?

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

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

Les prévisions de marché pour 2020

- **Comment utiliser ces éléments d'analyse économique – court et long termes - 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).
 - Quelques mots si assez de temps sur la parité \$/€
 - Pas les actions... Manque de temps et questions difficiles sur les profits futurs (notamment pour les FANGs...).

Les obligations d'Etat en 2020 (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, l'équilibre à long terme.

2% de taux nominaux d'équilibre en zone euro. 4,0% aux US (contre 2,5% attendu par la Fed!).

- Quid du court et moyen terme?

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

- Prévisions médiane: 1,6% fin 2020 comme aujourd'hui, 1,9% fin 2021, 2,1% fin 2022, 2,5% aux arrondis près à long terme (rappel l'année dernière: 3,1% fin 2019, 3,4% fin 2020, 3,4% fin 2021...).

- **En ligne sur 2020 avec le consensus des économistes**

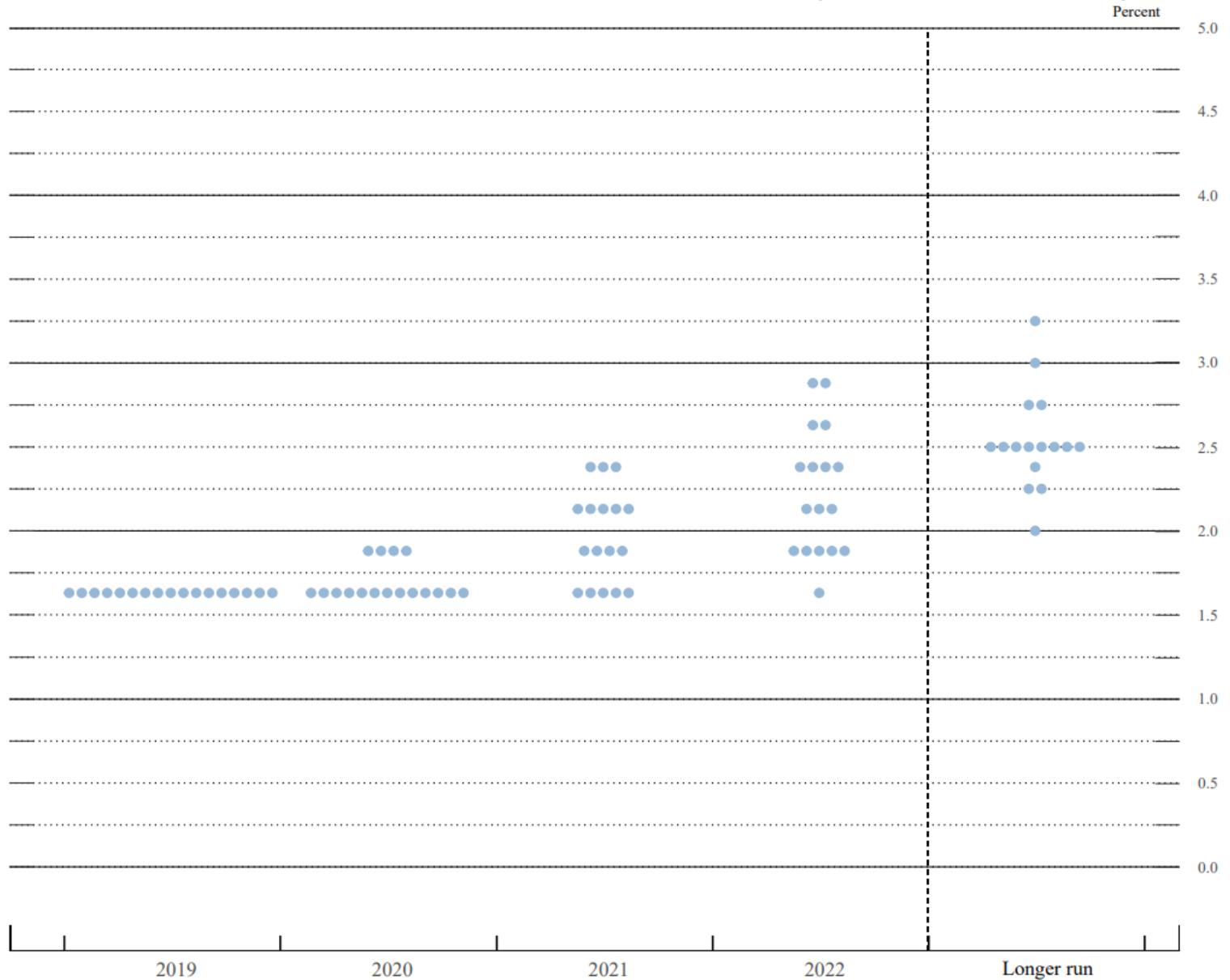
(Source: Consensus Forecasts)

Three month Interest Rates	
In 3m	In 12m
1,555	1,545

- Pas encore de transparence équivalente en zone euro.

Les obligations d'Etat en 2020 (2)

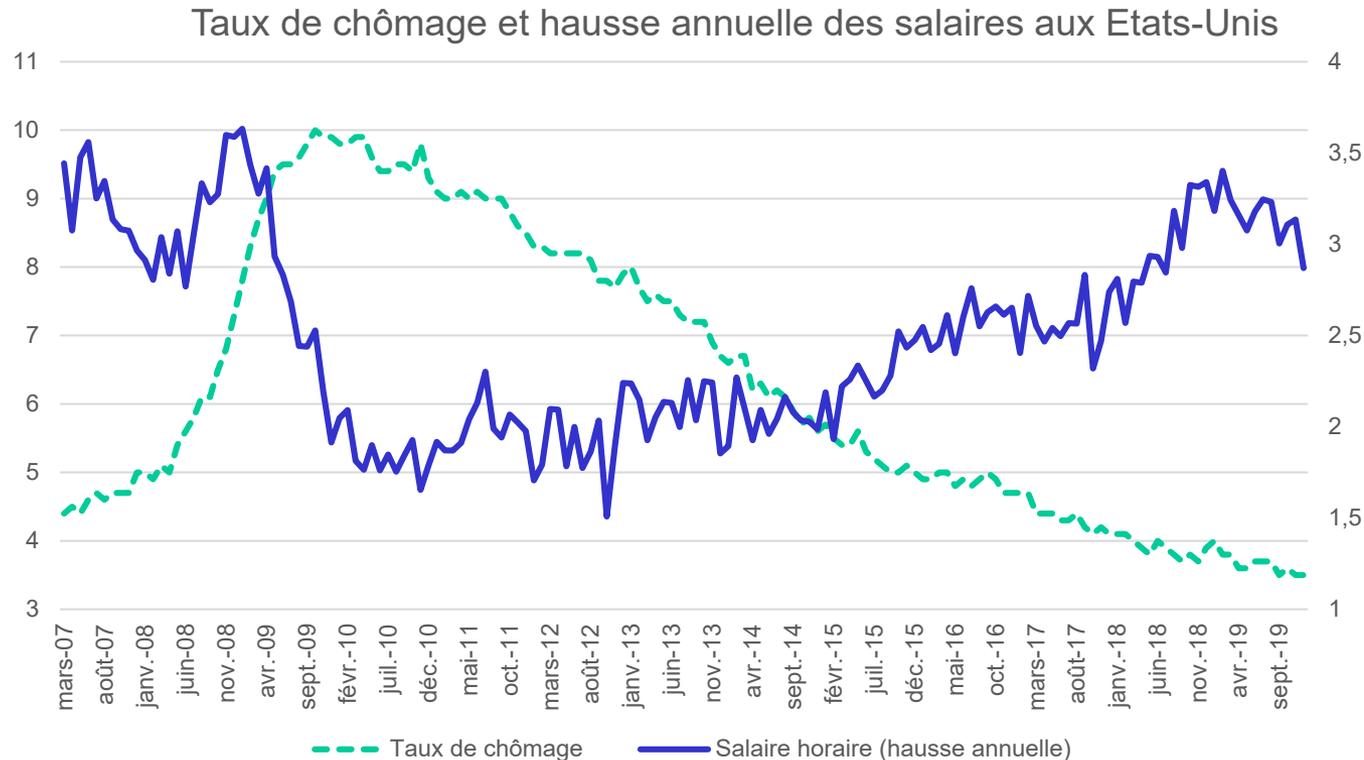
Prévisions des membres du board de la Fed (11 décembre 2019)



Les obligations d'Etat en 2020 (3)

■ Quel scénario retenir aux Etats-Unis?

- Incertain... Incertitudes sur la croissance et Fed très très patiente...
- Chômage très bas, **mais plus d'accélération des salaires depuis un an!**



- Mon scénario: bonnes surprises sur la croissance US en 2020 (effets décalés des baisses de taux de 2019, moins d'agressivité commerciale avant les élections...) et reprise des hausse de taux plus forte qu'anticipée fin 2019 et en 2020.

Les obligations d'Etat en 2020 (4)

- **Quel scénario retenir en zone euro?**

- Pas de hausse des taux en 2020 (« guidance » BCE et consensus des économistes).

3-month Int. Rates	
In 3m	In 12m
-0,435	-0,419

- Normalisation très lente des taux à partir de 2021 dans un contexte de raffermissement de la croissance (voir scénario macro...).
- Très incertain...

Les obligations d'Etat en 2020 (5)

■ Hypothèses retenues:

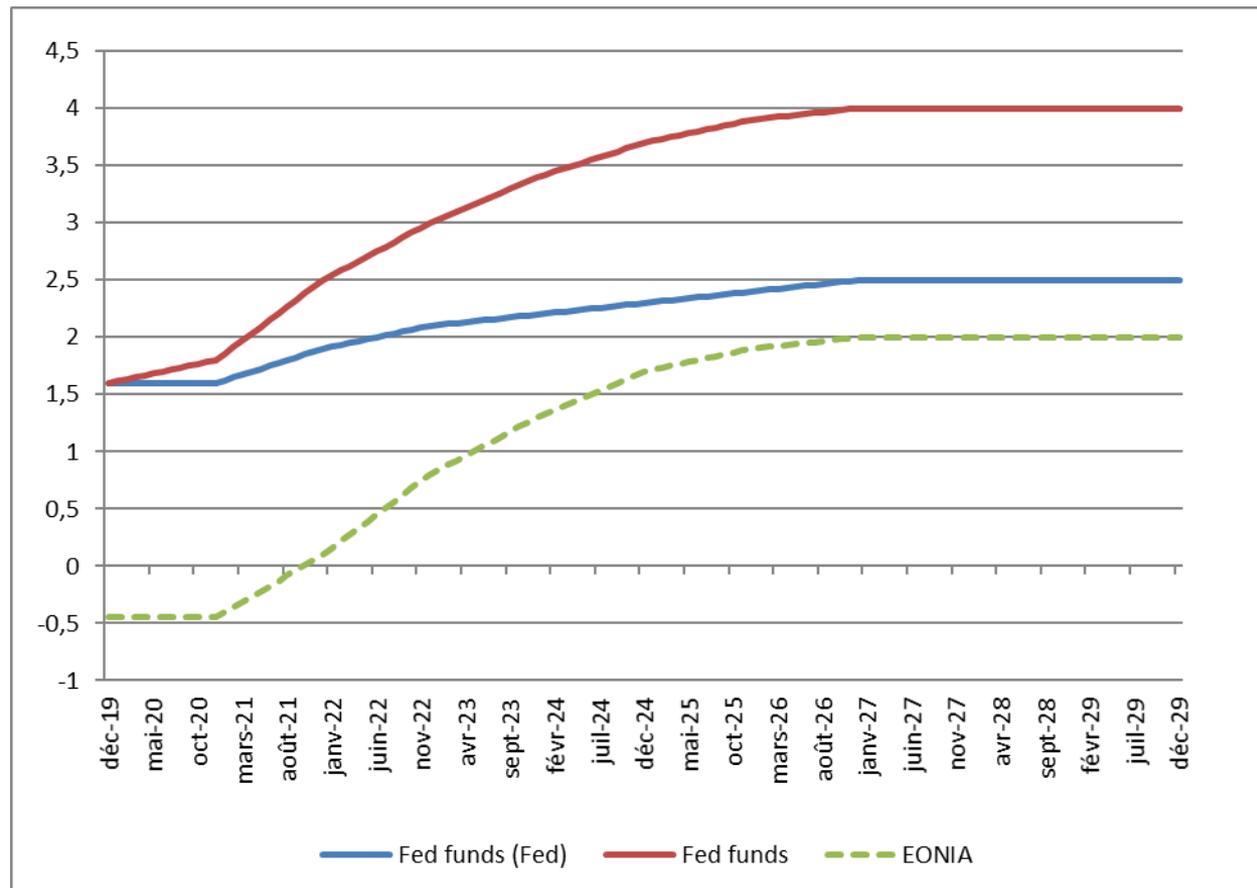
- Convergence assez lente en zone euro (chômage élevé, nécessité de maintenir un euro faible...).
- Hausse plus forte et rapide qu'anticipé par la Fed aux US.

■ Moyenne des taux courts sur 10 ans:

– A partir de fin 2019:
1,2% en zone euro,
3,3% aux US.
(Fed: 2,2%)

– A partir de fin 2020:
1,5% en zone euro,
3,5% aux US.
(Fed: 2,3%)

– Pour mémoire,
équilibre:
2% en zone euro, 4%
aux US (Fed: 2,5%).



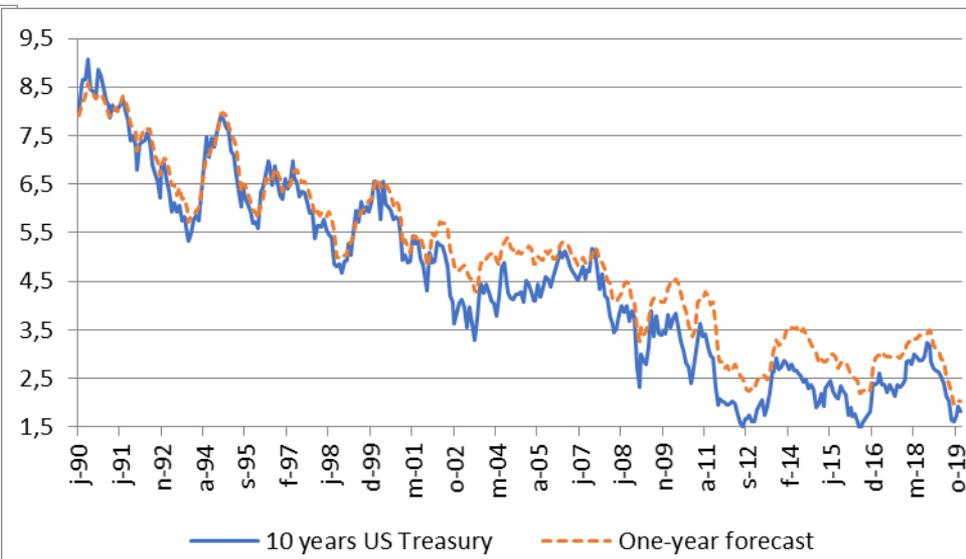
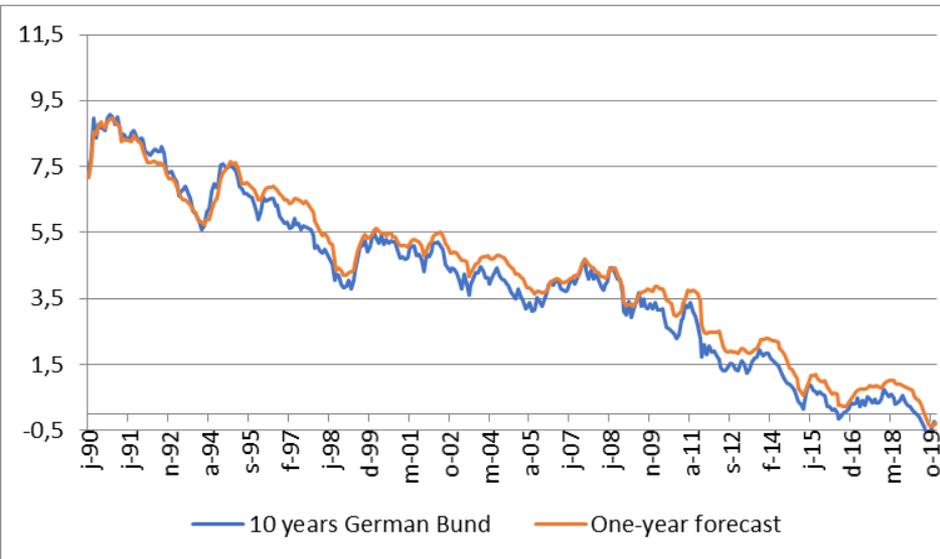
Les obligations d'Etat en 2020 (6)

Taux courts moyen anticipés sur 10 ans

	US - Fed	US	Zone euro
A partir de fin 2019	2,2%	3,3%	1,2%
A partir de fin 2020	2,3%	3,5%	1,5%
Equilibre	3,0%	4,0%	2,0%

Le paradoxe des bas taux longs actuels:

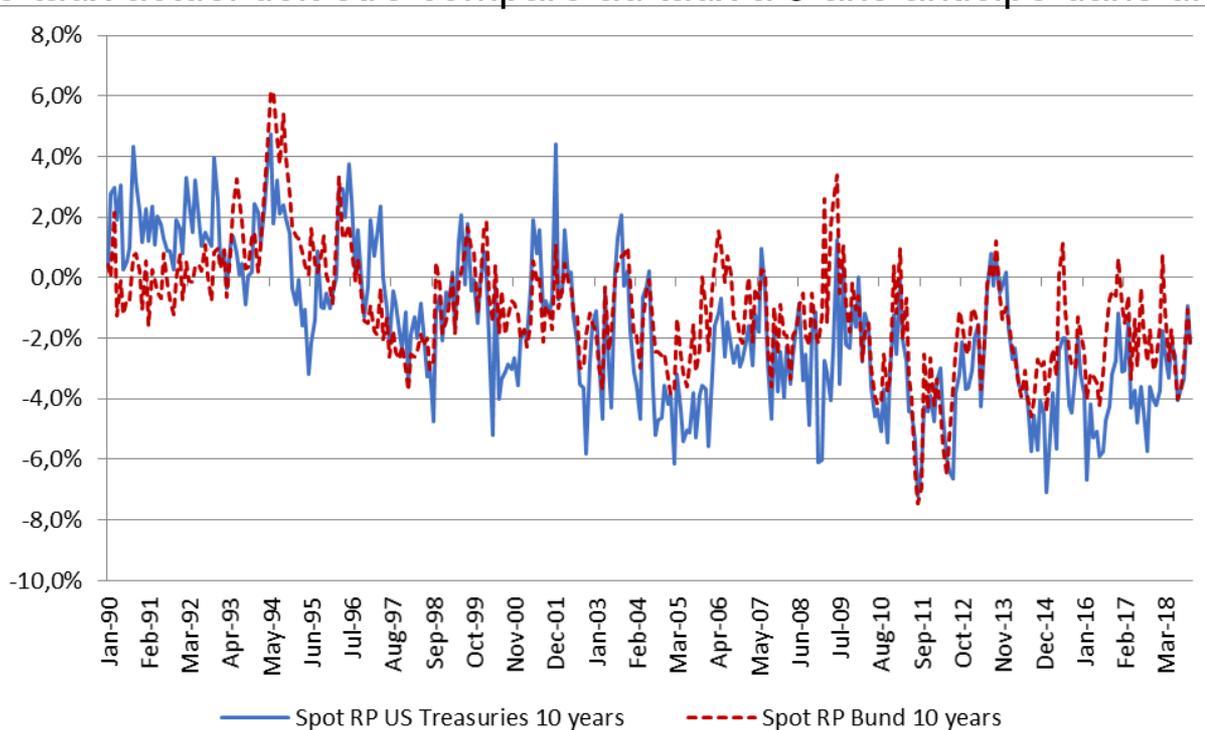
- En Allemagne, les taux longs (-0,2% sur le bund) sont beaucoup plus bas que cette moyenne. Aux US, le 10 ans (1,80%) est un peu plus bas que la moyenne Fed.
- Primes de risque trop basses? Les investisseurs anticipent (généralement à tort!) depuis de nombreuses années mois une hausse des taux longs d'environ 50 bp sur l'année à venir.



Les obligations d'Etat en 2020 (7)

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

- **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 2020 (8)

- **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 2009-2019	-3,3%	-2,2%
Moyenne 12 derniers mois	-2,9%	-2,3%

- Faiblesse des risques inflationnistes, récurrence des crises financières, montée en puissance de l'épargne retraite...
- Plus récemment, hausse des dettes publiques dans certains pays, mais aussi quantitative easing.
- **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 2020 (9)

- **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, reprise du QE en zone euro, 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		1,2%	2,3%	0,5%
Dans un an		1,3%	2,5%	0,7%
Equilibre		2,0%	3,0%	1,3%

- **Rappel...**
 - En toute rigueur, pour le fondamentaliste, la discussion des primes de risque ne peut pas être 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... **Sujet d'un petit complément sur le site.**

- **Ces calculs sont utiles, mais attention l'approche fondamentaliste « pur » peut être dangereuse à court terme.**
 - Les marchés ont leur propre scénario sur les taux courts futurs et les primes de risque jugées nécessaires.
 - Pourquoi convergeraient-ils rapidement vers notre « bon » scénario?
 - A court terme, recherche des (i) surprises (ii) trends/flux structurels et (iii) mouvements techniques (prises de profit/stop loss).
- **Un rapide tour d'horizon...**
 - Surprises: Oui, mais dans quel sens.... Beaucoup d'incertitudes cette année. Mais aux US plutôt un risque de révision à la hausse du scénario de politique monétaire. Mais la surprise récente sur les salaires a été dans l'autre sens...
 - Trends/flux structurels: rien de remarquable chez les chartistes (à ma connaissance). Mais impact du QE en zone euro.
 - Mouvements techniques: Ces marchés semblent assez sains, sans fortes positions tactiques de fondamentalistes ou chartistes. Mais peut-être plutôt des positions acheteuses aux US.
 - In fine, à court terme, léger biais à la hausse des taux aux US et stabilité en zone euro?

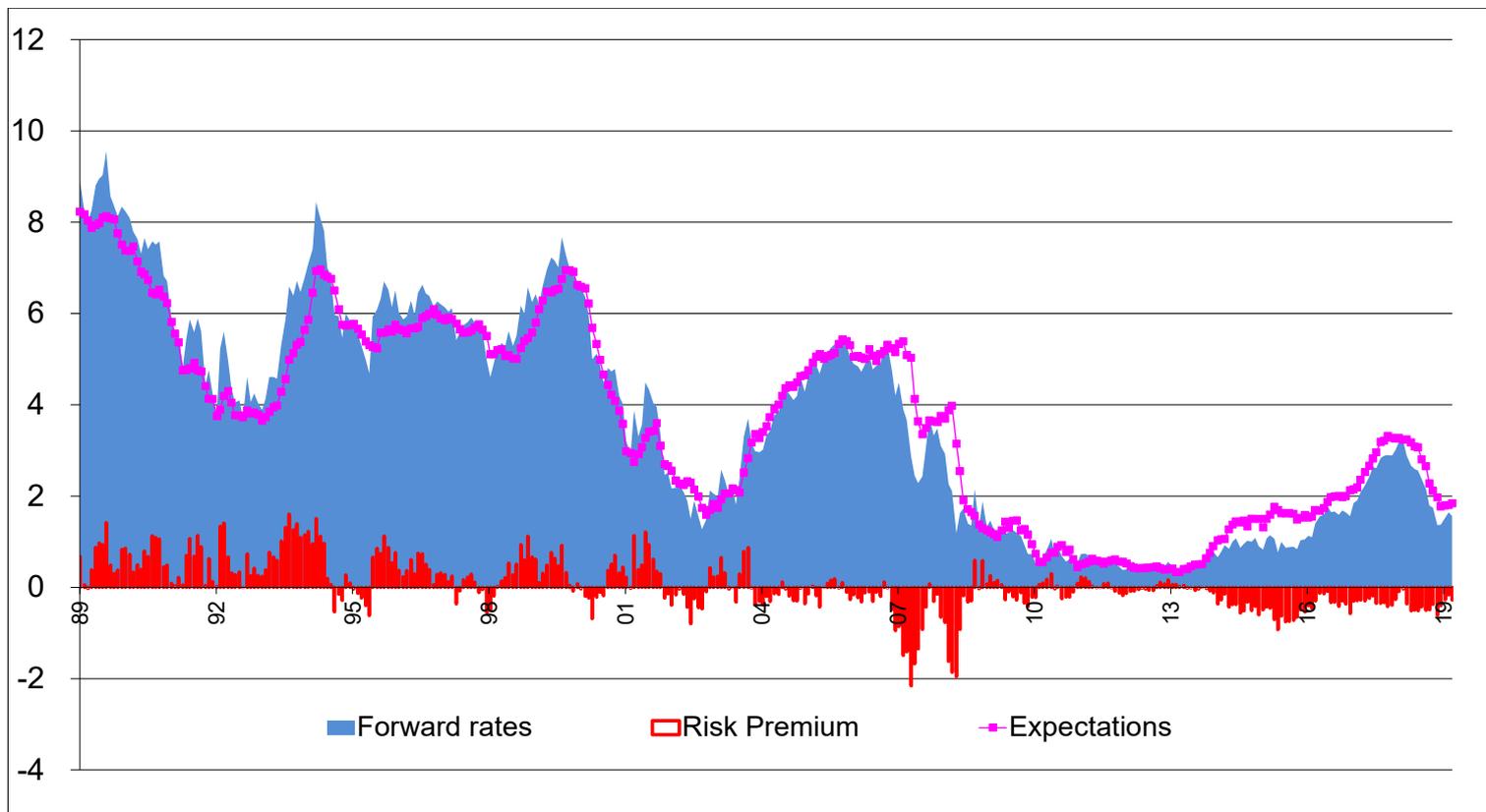
- **Prévisions...**

- Un an, analyse fondamentaliste pure **corrigée parfois d'une mauvais prise en compte par le marché des « vraies » primes de risque... Voir le paragraphe sur ce sujet sur le site.**

Prévisions "illustratives" sur les taux longs				
	Actuel	3 mois	un an	Long terme
US	1,80%	1,90%	2,70%	3,00%
ZE (bund)	-0,20%	-0,20%	0,50%	1,30%

Petite digression sur les surprises attendues...

- **Attention de ne pas prendre au premier de la lettre les taux forward comme étant les prévisions des marchés.**
 - Les taux forward contiennent des primes de risque....
 - ...positives (comme jusqu'aux années 2000) ou négatives (comme apparemment aujourd'hui).
 - Les marchés n'attendent probablement pas une (petite) baisse des taux US comme suggéré par les forwards (*le graphique compare les prévisions des économistes et les taux forward pour le libor 3 mois dans un an*).



La parité \$/euro en 2020

- L'approche « fondamentaliste pure ».

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

- **Rappel:**

- Horizon? Entre 5 et 10 ans. Prenons $i = 7$.
- Taux de change réel d'équilibre correspondant à un taux de change actuel dans une fourchette 1,10-1,20 \$/€. Prenons 1,15 \$/€.

- **Paradoxalement, le marché le plus facile pour les fondamentalistes: après le change réel de long terme, la discussion se concentre sur la prime de risque.**

- Les écarts de taux réels sont observables. Sur les obligations indexées sur l'inflation, l'écart est aujourd'hui de 1,3% (0,1% aux US et -1,2% en zone euro – bund). Avec une prime de risque nulle, le bon niveau actuel du dollar serait 1,05 \$/€
- Spread de taux réel de 1,3% cumulé sur 7 ans.
- La question des primes de risque a été discutée dans la partie taux d'équilibre. Des primes de risque élevées dans le futur sur le dollar compte tenu d'un endettement croissant? Un dollar surévalué sur une base fondamentale?

- **Plus assez de temps pour discuter « surprises » (peut-être favorables au dollar...), « flux » (très défavorables au dollar) et « positions »....**

Digression: marchés « sains » et « malades »

- **Un marché sain est un marché contrôlé par les investisseurs « fundamentalistes » (vrais investisseurs à long terme ou investisseurs benchmarkés raisonnant sur une base fondamentaliste « pure »).**
 - Pas de trend très visible.
 - Peu de mouvements techniques.
 - Réponse rationnelle aux nouvelles.
 - Volatilité limitée (mais pas absente: l'overshooting est rationnel dans un monde de déséquilibre économique!!).
 - Le paradis du « fondamentaliste sceptique ».

- **Pourquoi les vrais fundamentalistes perdent parfois la main?**
 - L'ennemi du fondamentaliste, ce sont les flux structurels/changements de primes de risque.
 - Il a du mal à les absorber et peut capituler...
 - De plus, il peut sous-estimer leurs conséquences et se tromper sur la valeur fondamentale... (les obligations depuis quelques années, le change aujourd'hui?).
 - Le marché devient instable. Il arrive même que le marché réagisse de façon incohérente aux nouvelles (dans la phase de capitulation des fundamentalistes purs).
 - **Inquiétudes quand il y a un mouvement de primes de risque qui ne semble pas repéré par les marchés.**
 - Le marché des changes en 2020-2021?