

# **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...).
  - **Articles récents (The Economist de vendredi dernier, FT) à venir sur le site internet.**

# 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 2020.
- Mais quelques premières remarques....

## ■ Comment classer certaines méthodes?

- L'approche fondamentaliste pure est évidemment très complexe.
- Tentation du raccourci: le modèle « réduit » **où il n'y a pas de prévision explicite des fondamentaux dans le futur.**

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

Exemple:  $r_{lt} = F(r_{ct}, \text{croissance} - \text{observée ou prévue par le consensus, inflation} - o \text{ ou } p, \text{déficit public} - o \text{ ou } p, \text{etc...})$  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 »:  $PER = \alpha + \beta \times \text{Inflation}$ ...
  - **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.

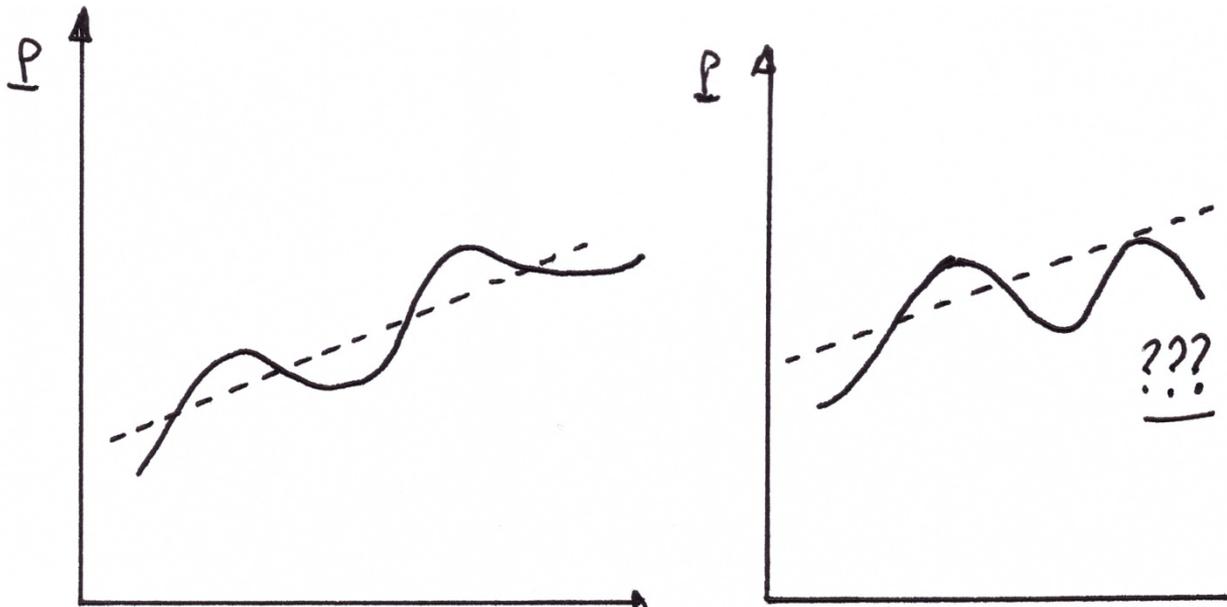
## Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (3)?

---

- **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.

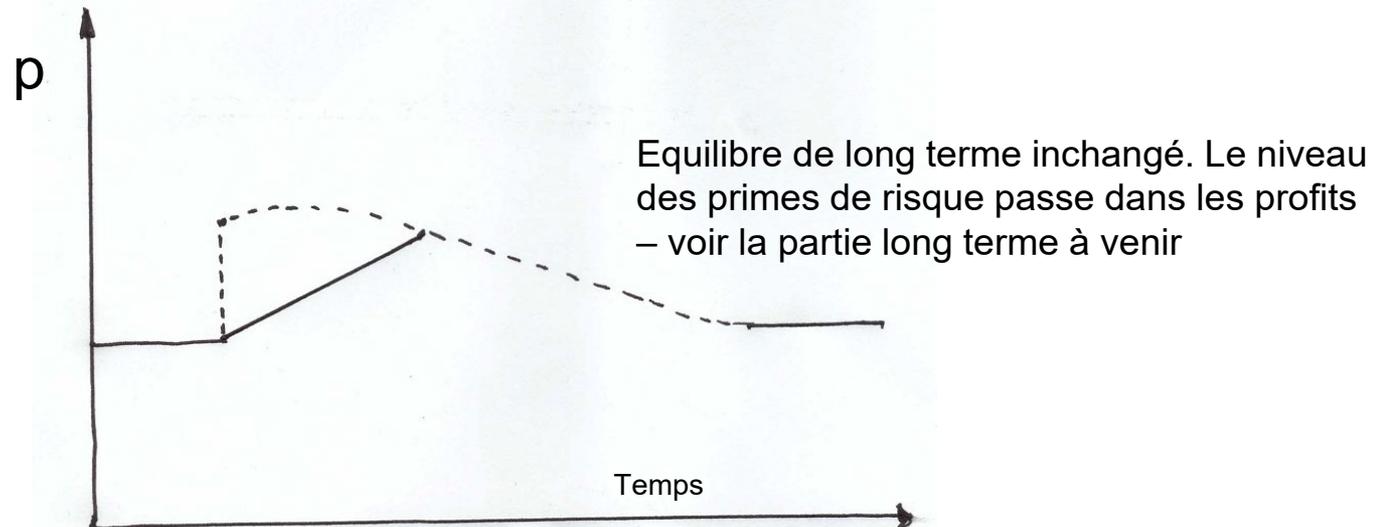


- **... Mais militent pour un chartisme « intelligent ».**
  - Prise en compte des nouvelles qui ont parallèlement influencé la tendance.
  - Analyse parallèle du mécanisme économique qui crée la tendance et de sa vigueur.

## 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. Quid de 2019?
- De façon générale, l'importance accordée aux différentes approches dépendra de la dynamique des marchés, « sains » ou « malsains »... **Important d'essayer de comprendre la dynamique des marchés.**

# Exemple de suivi de la dynamique des marchés

## Main Market Moving News

Macroeconomics	Significant surprise *	Market impact		
		Bonds	Equities	FX
US Sep Non-farm Payrolls at 136,000 vs 145,000 expected (but previous months revised upward).	0	F	F	F
US Sep Unemployment Rate at 3.5% vs 3.7% expected.	1	F	F	F
US Sep Average Earnings at +2.9% YoY vs +3.2% expected.	2	F	F	F

## Company news

Markets disappointed by the results from Costco Wholesale.

The Nikkei Asian Review reported that Apple had asked suppliers to raise production for its latest iPhone in response to strong sales.

## Others


F "Fundamental", the market reaction seems broadly in accordance with a fundamental approach of valuation.

F/T The market reacts in the expected direction, but with a surprising intensity.

T "Technical", the market reaction seems to be disrupted to a large extent by technical adjustments of positions.

\* Significant surprise means that a piece of news may alter significantly the valuation analysis:

0 No significant surprise.

1 Surprise, but with little implication for the fundamental value of the asset under consideration.

2 Significant surprise which may justify a visible move in some asset prices.

3 Highly significant surprise.

## Day Changes : Fundamental or Technical ?

		US 10Y	EU 10Y	S&P 500	STOXX 50	€/€
No significant movements		X	X			X
Fundamental	Expected returns			X		
	Risk premia			X	X	
Technical	Capitulation	Fundamentalists				
		Momentum				
	Profit taking	Fundamentalists				
		Momentum				
	Position building	Fundamentalists				
		Momentum				

# *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.
  
- **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?
  
- **Malheureusement, la théorie est en général assez claire, mais les chiffrages incertains!**

## *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.
  
- **A noter: Le NAIRU est un concept clef à la fois pour l'analyse du long terme et du court terme. A court terme, l'inflation doit accélérer si le chômage est inférieur au NAIRU.**
  
- **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!).