

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

**Olivier Davanne**

## Où en sommes nous?

---

- Les besoins en analyse économique de l'approche « fondamentaliste (pure) ».
- Le cas des taux de change. Pas de nom bien établi pour le modèle...
- Que doit regarder le fondamentaliste pur?
  - Le taux de change réel d'équilibre à long terme. C'est, ou devrait, être l'ancre du marché des change.
  - Les écarts de taux d'intérêt réels à long terme (avec une élasticité élevée, de l'ordre de 10).
  - La prime de risque associée à la devise (là aussi avec une élasticité élevée).  
**Attention: comme toujours il s'agit d'une prime de risque moyenne anticipée à moyen terme.**

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

## Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (11)

---

- **Contenu en analyse macroéconomique?**
  - Paradoxalement, le marché le plus facile!
  - Moins compliqué d'analyser le taux de change d'équilibre de long terme que les profits dans les 50 ans qui viennent où les politiques monétaires dans les 30 ans qui viennent... Parité des pouvoirs d'achat avec un correctif dette extérieure?
  - Comme sur tous les marchés, la valorisation fondamentale est très dépendante de la prime de risque.
- **Les déterminants de la prime de risque:**
  - **Avant toute chose, la dette extérieure actuelle et anticipée à moyen terme (même si la probabilité de défaut est nulle).**
  - Qui dit dette extérieure dit risque de change (pour le créancier ou le débiteur), et donc prime de risque.
  - **En complément, une question difficile: le bêta. Est-ce que détenir des dollars diminue ou accroît le risque d'un portefeuille? Cela dépend de l'origine des risques (récession US, crise financière, tensions dans la zone euro....).**
  - A noter: à long terme, cette prime de risque passe nécessairement dans les taux d'intérêt ( $e = e^{lt}$ ). Pas à court terme...

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

# Quelle analyse macro? Les « *fondamentalistes sceptiques* » (1)

---

- **Le « fondamentaliste pur » parie sur un retour assez rapide des prix vers leur équilibre. A-t-il raison?**
  - Les prix observés résultent d'un équilibre entre l'offre et la demande.
  - Même si cet équilibre n'est pas le bon (bulle spéculative, erreur sur les fondamentaux...), pourquoi se corrigerait-il rapidement?
  - Le vrai sujet pour l'investisseur à court terme, c'est d'anticiper **les changements de comportement**.
- **C'est ce qu'explique Keynes dans sa fameuse métaphore du « beauty contest ».**
  - Pour Keynes, les marchés financiers ressemblent à un concours de beauté organisé de façon très particulière.
  - Ce sont les membres du jury qui sont en compétition!
  - Et celui qui gagne est celui qui a deviné pour qui la majorité va voter.
  - En d'autres termes, il n s'agit pas d'acheter les actifs les moins chers, mais ceux qui seront jugés comme tels par les autres. Un jeu complexe aux équilibres multiples...
- **Qu'est-ce qui peut faire changer d'avis les investisseurs et faire bouger les marchés?**
  - Parfois la prise de conscience spontanée de leurs erreurs.... (ce qu'espère le « fondamentaliste pur »: **Voir le nouvel article par Mohamed El-Erian sur mon site**).
  - Mais le plus souvent, une surprise!

## Quelle analyse macro? Les « *fondamentalistes sceptiques* » (2)

---

- **La recherche des surprises:**
  - Nécessité de correctement prévoir les indicateurs économiques à **court terme**.
  - Mais ce n'est pas suffisant!
  - Il faut aussi savoir ce qui est attendu (le « consensus »).
  - **C'est la surprise qui fait bouger les marchés: même un marché surévalué montera si les nouvelles sont meilleures qu'attendu.**
- **Les deux différences clefs entre les *fondamentalistes « purs »* et *« sceptiques »*:**
  - L'analyse du long terme pour le « pur », du court terme pour le « sceptique ».
  - La traque du consensus pour le « sceptique ».
  - Mais les deux sont *fondamentalistes* au sens suivant: ils pensent que les marchés ne peuvent pas trop s'éloigner des fondamentaux (le « pur ») ou qu'au minimum ils réagissent rationnellement aux nouvelles (le « sceptique »).
- **Quels indicateurs économiques sont particulièrement suivis par les *« sceptiques »*:**
  - Les obligations d'Etat
  - Les actions
  - Les devises.

## Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes sceptiques » (3)

---

### ■ Les obligations d'Etat, quelles surprises?

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

- Les annonces de politique monétaire.
- L'inflation (doublement stratégique: effet taux et primes de risque).
- La croissance.
- Les déficits (et leur mode de financement).

### ■ Les actions, quelles surprises?

$$P = \sum_{i=1}^{+\infty} \left( \frac{D_i^a}{(1+r_i)^i (1+pr)^i} \right)$$

- Les taux, mais aussi les profits...
- .... ce qui peut donner des réactions rationnelles, mais jugées « bizarres », aux nouvelles!

## Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes sceptiques » (4)

---

$$P = \sum_{i=1}^{+\infty} \left( \frac{D_i^a}{(1+r_i)^i (1+pr)^i} \right)$$

- **Les réactions très rarement ambiguës:**

- Aux surprises de politique monétaire.
- Aux surprises sur l'inflation....
- .... Plus d'inflation n'est pas bon sauf s'il y a un risque de piège déflationniste.

- **La réaction fondamentalement ambiguë aux surprises sur la croissance:**

- Une bonne surprise sur la croissance conduit à réviser à la hausse les profits futurs....
- .... Mais fait monter les taux d'intérêt.
- L'impact final dépend de la situation économique (« output gap » ou non).
- Plus souvent des réactions paradoxales aux US qu'en zone euro (Fed versus BCE!).

- **Les taux de change, quelles surprises?**

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

- Pas d'ambiguïté sur l'impact des surprises monétaires (ou presque jamais: problème spécifique des « pegs » avec des politiques monétaires parfois insoutenables...)

## 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 très ancien 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).