

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- Nous avons examiné les besoins en analyse économique des fundamentalistes (« purs » ou « sceptiques » à la mode Keynes...).
- Au passage, cela nous a permis de discuter le lien entre les marchés et l'économie réelle sur des marchés financiers « sains » qui fonctionnent dans une logique d'arbitrage. **L'impact des surprises économiques sur des marchés sains est une question importante pour des gestionnaires d'actifs: un complément en ligne sur le site détaille plus que les slides les points discutés en cours.**
- Suite à une question d'un étudiant sur Tesla, j'ai fait une longue digression sur les raisons pour lesquels les marchés pouvaient parfois beaucoup s'éloigner de valorisations justifiées par l'analyse fondamentaliste « pur ». C'est un sujet complexe sans consensus académique ou professionnel. **J'ai mis sur le site deux courts compléments pour essayer de clarifier ce que j'ai dit la semaine dernière.** Cette question n'est qu'effleurée dans le cours et ne fera pas l'objet de questions à l'examen.

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...).

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 2021.
- 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: $r_{it} = F(r_{ct}, \text{croissance} - \text{observée ou prévue par le consensus, inflation} - o \text{ ou } p, \text{déficit public} - o \text{ ou } p, \text{etc...})$ 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.**

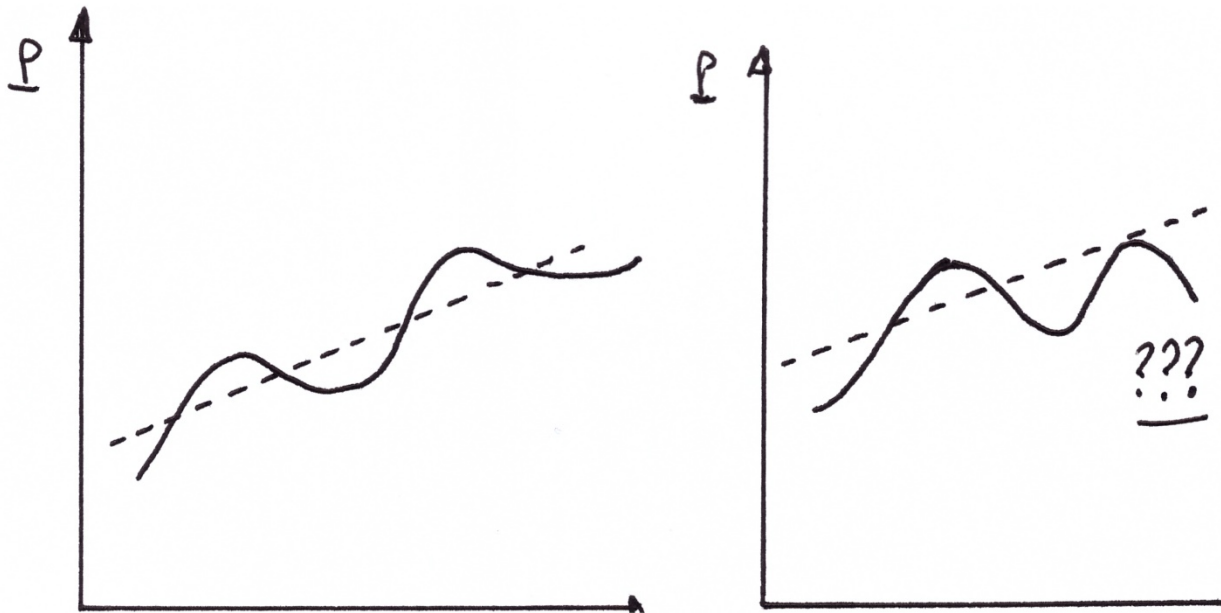
- En général lié à des nouvelles, d'où l'importance de l'approche « fondamentaliste sceptique ».
- Parfois, lié à des prises de conscience des risques et opportunité indépendamment des nouvelles. D'où un rôle pour l'analyse fondamentaliste pure. Mais attention de ne pas y attacher trop d'importance (et d'analyser la probabilité que les autres investisseurs corrigent rapidement leurs erreurs...).
- Souvent ces prises de conscience se font de façon progressive avec une diffusion lente d'une nouvelle vision de l'économie. **D'où l'apparition de « trends » et une première justification de l'approche chartiste.**

■ **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.

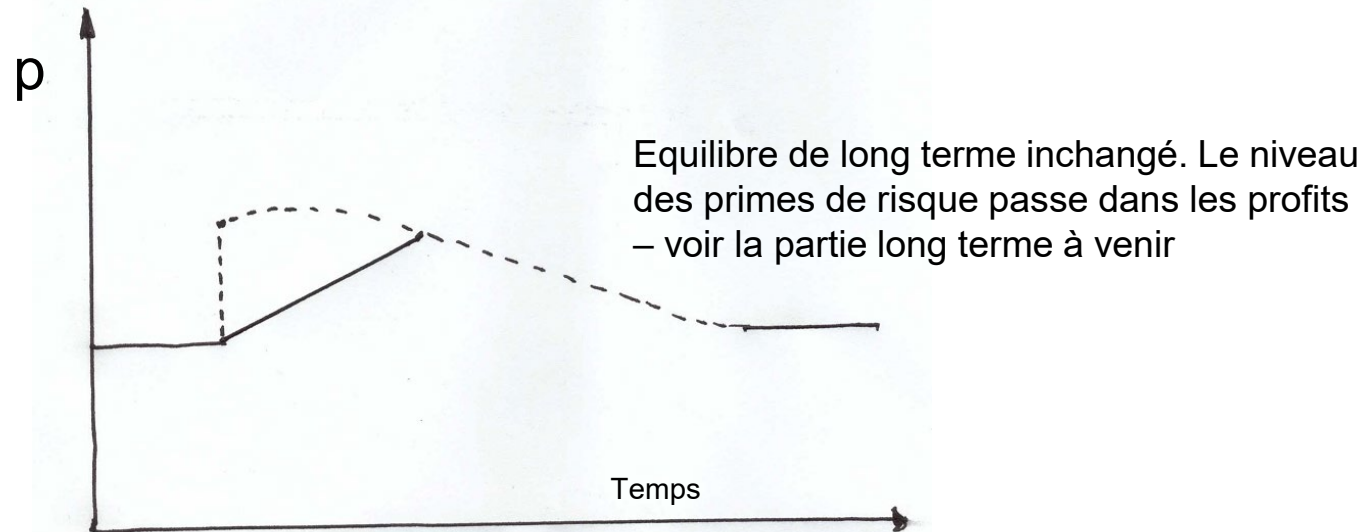


- **... Mais militent pour un chartisme « intelligent ».**
 - Prise en compte des nouvelles qui ont parallèlement influencé la tendance.
 - Analyse parallèle du mécanisme économique qui crée la tendance et de sa vigueur.

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 2021?
- 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 Aug International Trade at -\$67.1 Bln vs -\$66.1 expected.	0	F	F	F
US Aug Job Openings at 6.493 Mln vs 6.685 expected.	0	F	F	F
Germany Aug Industrial Orders at +4.4% MoM vs +2.6% expected.	1	F	F	F

Company news

Others
Donald Trump returned to the White House on Monday evening and urged Americans not to fear the COVID-19 disease.
Hurricane Delta, was approaching oil refineries in the Gulf of Mexico.
In a tweet after European markets' close, President Trump declared an end to fiscal stimulus negotiations.

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	X	X
Fundamental	Expected returns					
	Risk premia					
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!**