

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Rigidités réelles et volatilité 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 » (ratio valeur boursière/actifs nets réévalués) 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 provisoire 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. après l'attaque terroriste du 11 septembre 2001).
 - La « forward guidance » est une façon d'essayer de convaincre les marchés qu'un choc est durable...

Rigidités réelles et volatilité 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 », Tesla aujourd'hui?
 - 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, cf. la discussion de l'article d'Artus).
 - 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 »?

Rigidités réelles et volatilité 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 (mais le site n'a pas été actualisé récemment...).

- **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)

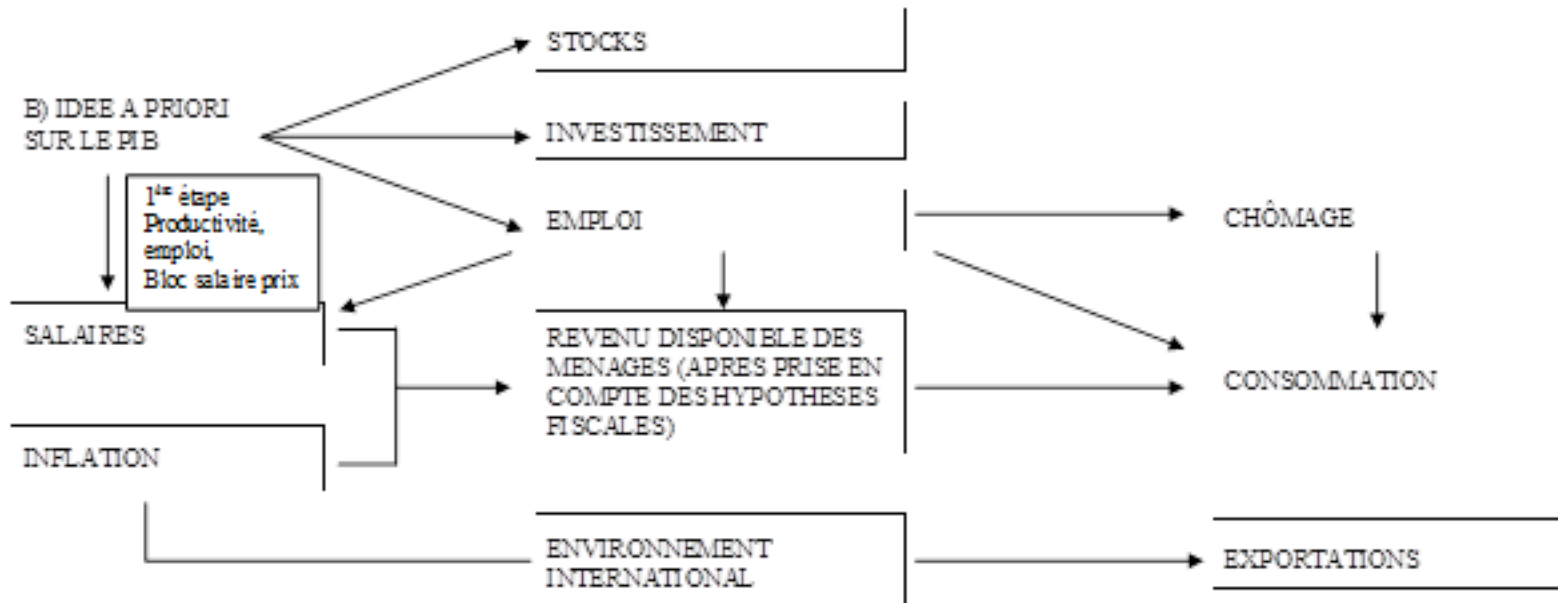
- **Il ne suffit pas d'avoir raison sur l'économie réelle pour investir correctement....**
- **Mais ne pas trop se tromper sur les tendances macroéconomiques à court terme (croissance, inflation) et sur les réactions des banques centrales aux nouvelles économiques reste la chose la plus importante pour 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, voire sanitaires - pandémies...).
 - 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)

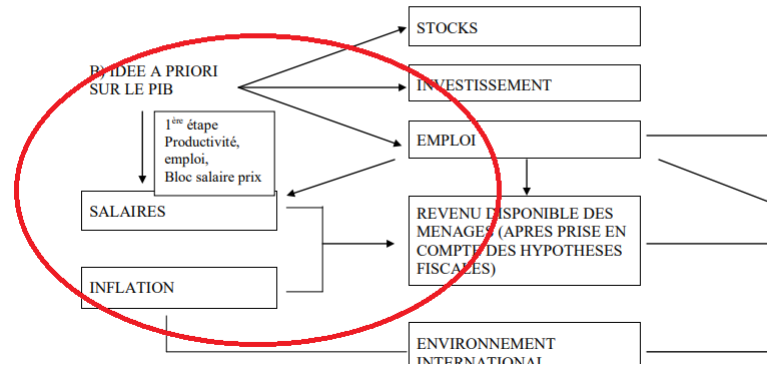


C) P.I.B. = CONSOMMATION + INVESTISSEMENT + VARIATIONS DE STOCKS + EXPORTATIONS - IMPORTATIONS

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

ÉTAPES D'UNE PREVISION MACROECONOMIQUE

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

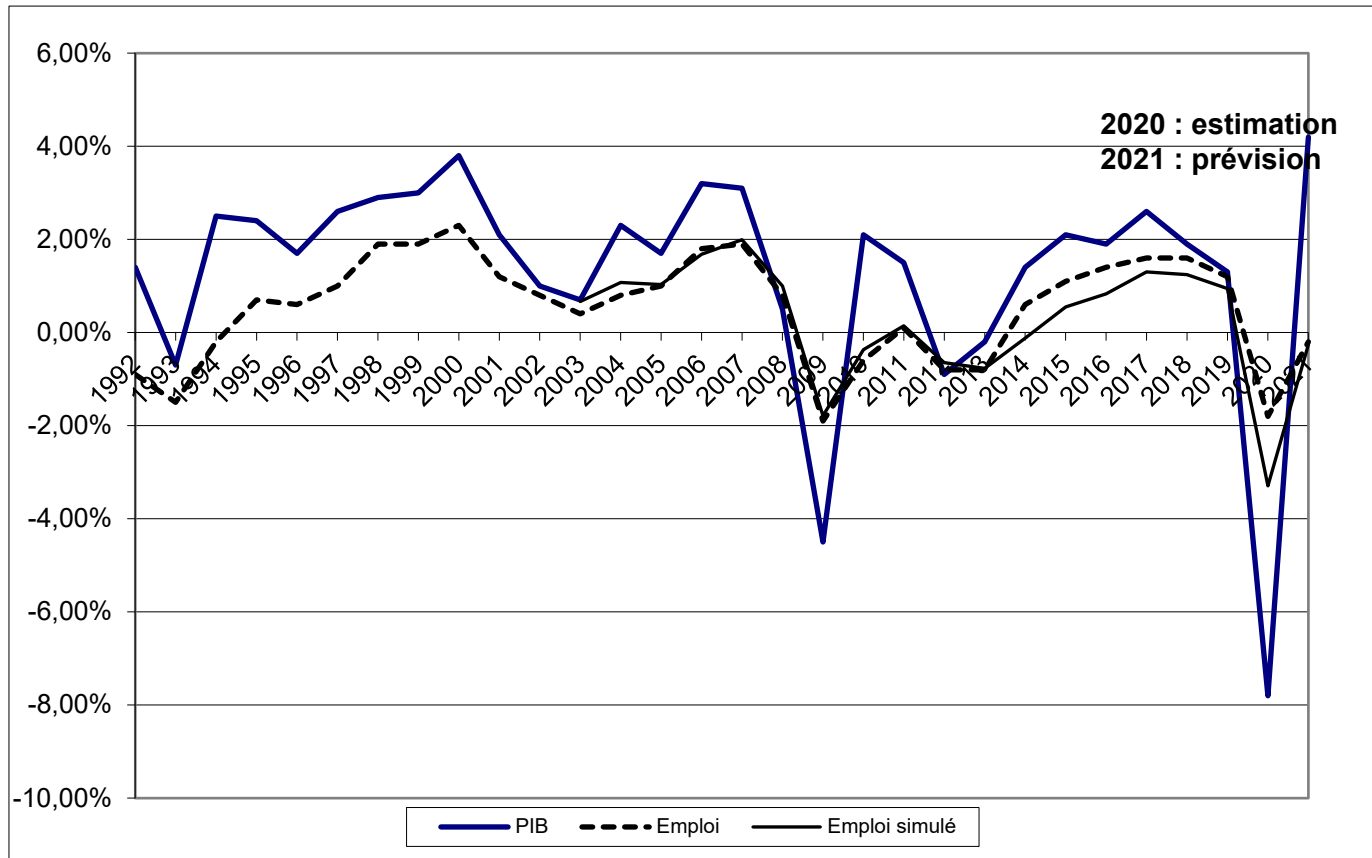


- Les salaires ont une tendance assez stable...
- Mais pour anticiper finement d'éventuelles inflexions, il faut prévoir l'emploi et le chômage.

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

- Quelles créations d'emplois et quel chômage en 2021?
 - 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 2021?

- La baisse d'emploi en 2020 a été considérablement atténuée par les aides au chômage partiel.
- L'évolution de 2021 dépendra beaucoup du maintien de ces dispositifs dans les secteurs toujours en difficulté (tourisme, culture...).
- Incertitude, mais la petite baisse d'emploi prévue par la CE et la hausse du chômage paraissent raisonnables.

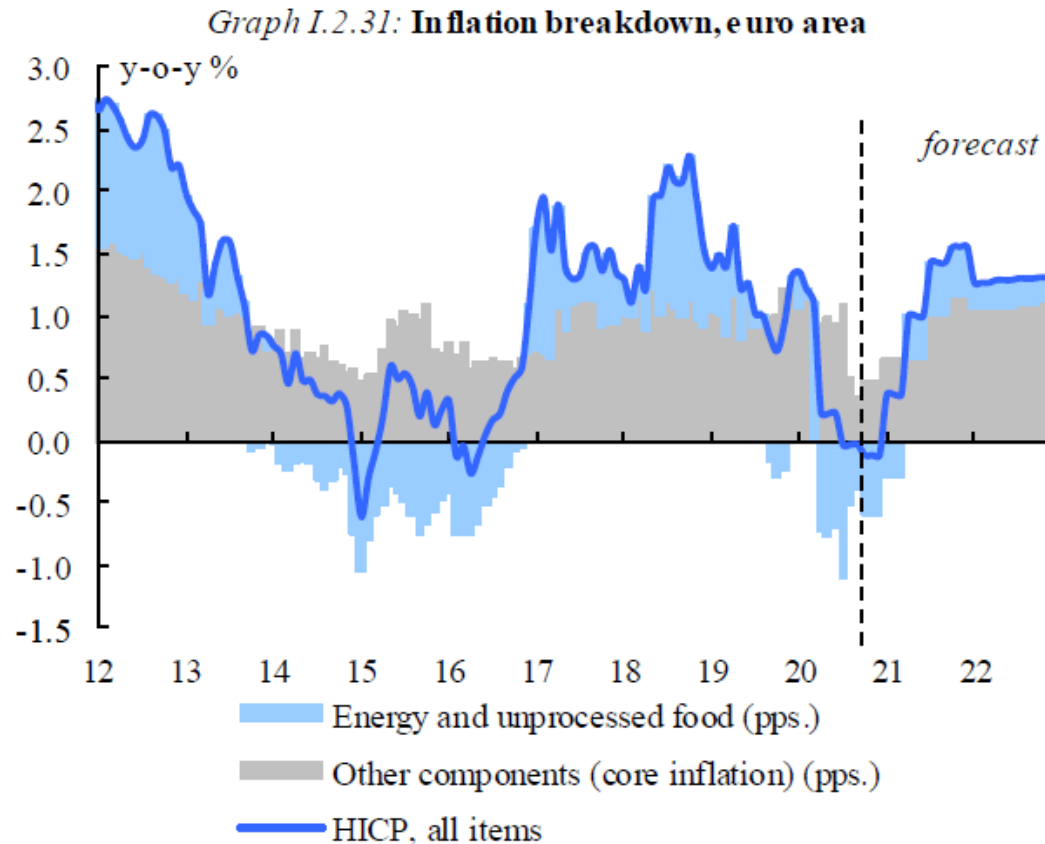
La dynamique de court terme des prix et des salaires (3)

■ Quelle évolution des salaires?

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

$$p = \mu w + (1 - \mu) w_{-1} - \pi \quad w = \alpha p + (1 - \alpha) p_{-1} - \gamma U - \delta \Delta U + c$$

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

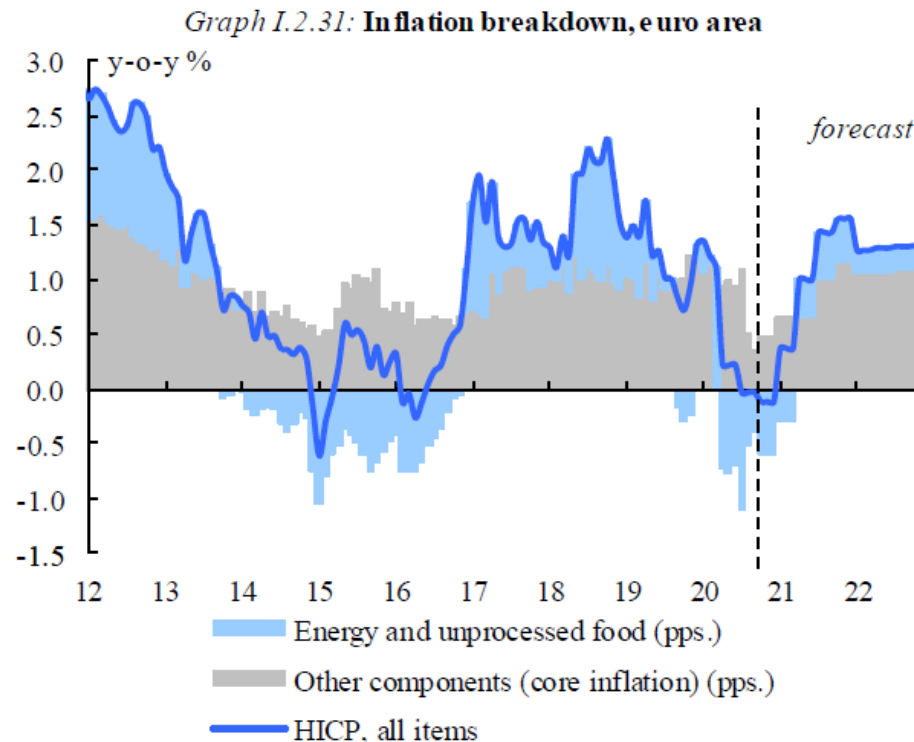


- Au final, tout va bien sûr dans le sens de hausses de salaire très modestes en 2021 (mais pas de baisse!).

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

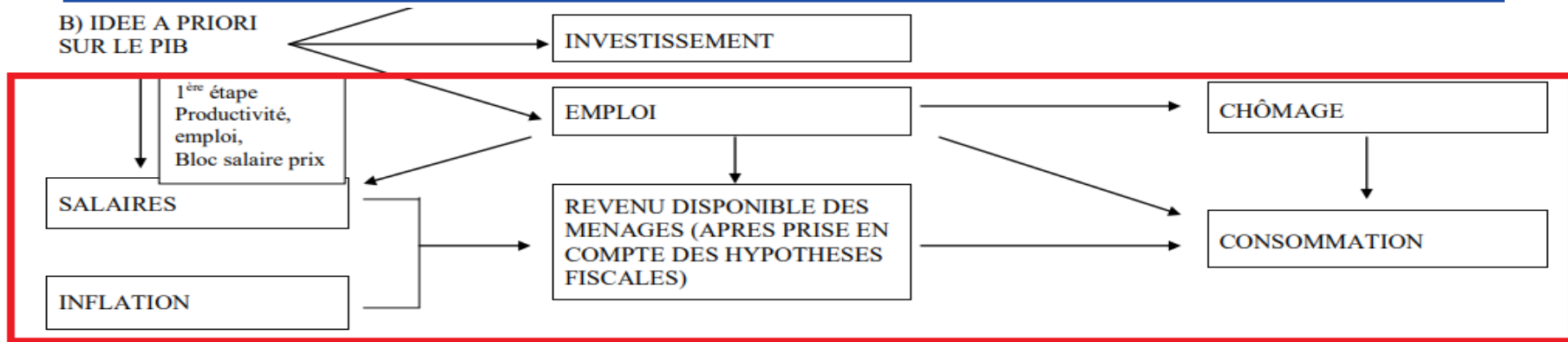
■ Quelle évolution des prix?

- Comme déjà indiqué, les prévisionnistes se trompent assez peu sur l'inflation sous-jacente (mais le choc de 2020 a été exceptionnel).
- La dérivée est stable! Longs mouvements de lente accélération ou décélération...



- Elle suit avec retard les salaires corrigés de la productivité tendancielle. 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.
- 2021? Retour de l'inflation sous-jacente dans le bas de la fourchette des années précédentes? OK pour la prévision CE.

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??

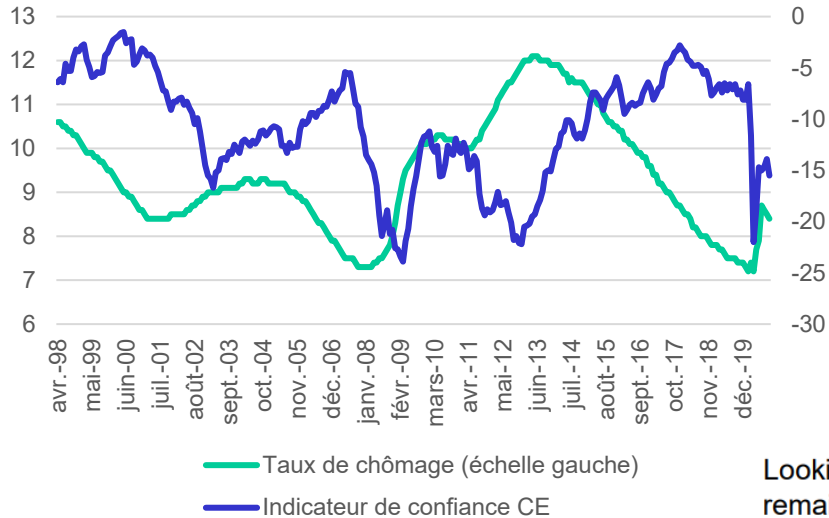
$$\frac{\Delta C}{C} = \alpha \frac{\Delta R}{R} + (1 - \alpha) \left(\frac{\Delta R}{R} \right)_{-1} + \gamma \left(\frac{\Delta E}{E} - \left(\frac{\Delta E}{E} \right)_{-1} \right)$$

- La 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).

La consommation des ménages: la confiance (2)



**Niveau, dérivée première, dérivée seconde?
Question essentielle pour 2021!**

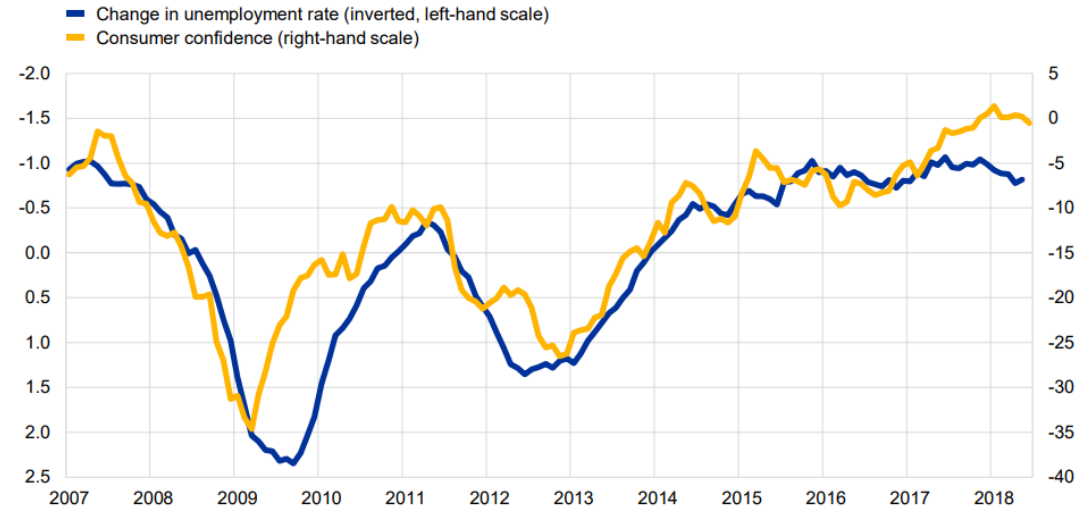
M. Dossche, Forsells, M., Rossi, L, and G. Stoevsky (2018). 'Private consumption and its drivers in the current economic expansion'. ECB Economic Bulletin 5

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)



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

La consommation des ménages (2bis)

2021, un remake en plus 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

La consommation des ménages (3)

La croissance des revenus des ménages en 2021.

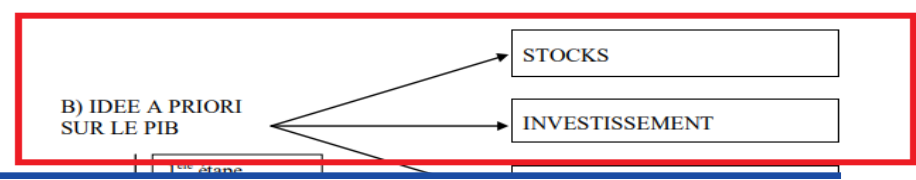
- Les transferts publics, notamment le chômage partiel, ont protégé les revenus des ménages (faible baisse en 2020 et rebond modéré attendu en 2021).
- Ce sont les finances publiques qui ont encaissé pour l'essentiel la baisse de 8% du PIB.

	Compte des ménages				
	2018	2019	2020	2021	
RDB réel (5)	2,0	2,1	-0,7	0,5	
Emploi (2)	1,6	1,2	-1,8	-0,2	OK, mais fortes créations d'emplois dans certains secteurs.
Salaire réel	0,4	1,0	1,1	0,1	
Taux d'épargne (6)	12,5	13,2	19,9	16,8	14,5 Taux d'épargne beaucoup trop haut si pas de confinement strict.
Taux de chômage (3)	8,1	7,5	8,3	9,4	
Solde des administrations (% du PIB)	-0,5	-0,6	-8,8	-6,4	
Solde structurel des adm. (% du PIB)	-1,1	-1,3	-4,8	-4,3	
	Compte prix-coûts				
	2018	2019	2021	2020	
Prix à la consommation (4)	1,8	1,2	0,3	1,1	
Prix hors énergie et alimentation	1,0	1,0	0,7	0,9	
Salaire nominal (3)	2,2	2,2	1,4	1,2	
Productivité (1)	0,3	0,1	-6,0	4,4	
Coûts salariaux unitaires	1,9	2,1	7,4	-3,2	
Prix du pétrole (brent, \$/baril) (0)	71,5	64,1	42,6	44,6	
\$/€	1,18	1,12	1,14	1,18	

La consommation des ménages en 2021.

- Si pas d'épargne forcée (confinement), aucune raison d'avoir un taux d'épargne aussi haut que celui prévu par la CE en 2021!
- Possibilité d'excellentes surprises (taux d'épargne bas avec le retour de la confiance et dépense de l'épargne forcée de 2020).

L'investissement (1)



- L'investissement en logement des ménages: rebond marqué en cours d'année avec la fin du confinement.
- L'investissement des entreprises: le poste le plus difficile à prévoir (même sans COVID...)!
- L'effet accélérateur: pour produire, il faut beaucoup de capital!

$$K = \lambda Q$$

- Avec λ de l'ordre de 2, dépend des techniques de production et notamment, à long terme, du coût du capital.
- Grande instabilité potentielle de la conjoncture : si on a un choc positif de 100 sur la production, il va falloir investir 200 pour stabiliser le ratio capital/production.
- Mais le choc de demande induit dans le secteur des biens d'équipement conduit à un investissement supplémentaire de 400 dans ce secteur pour faire face à cette nouvelle demande, etc....
- « Effet accélérateur » : **l'investissement amplifie considérablement pendant quelques années les chocs provenant des autres postes de la de demande.**

$$I = \delta K + \lambda \Delta Q \qquad \frac{I}{Q} = \delta \lambda + \lambda \dot{Q}$$

- Où δ est le taux de dépréciation du capital.

L'investissement (2)

2008-2019: la puissance de l'effet accélérateur...

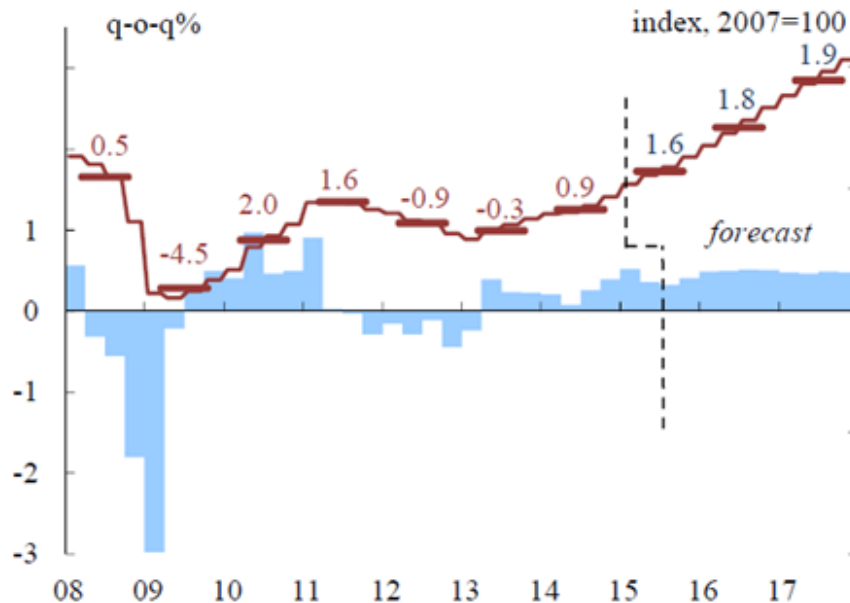
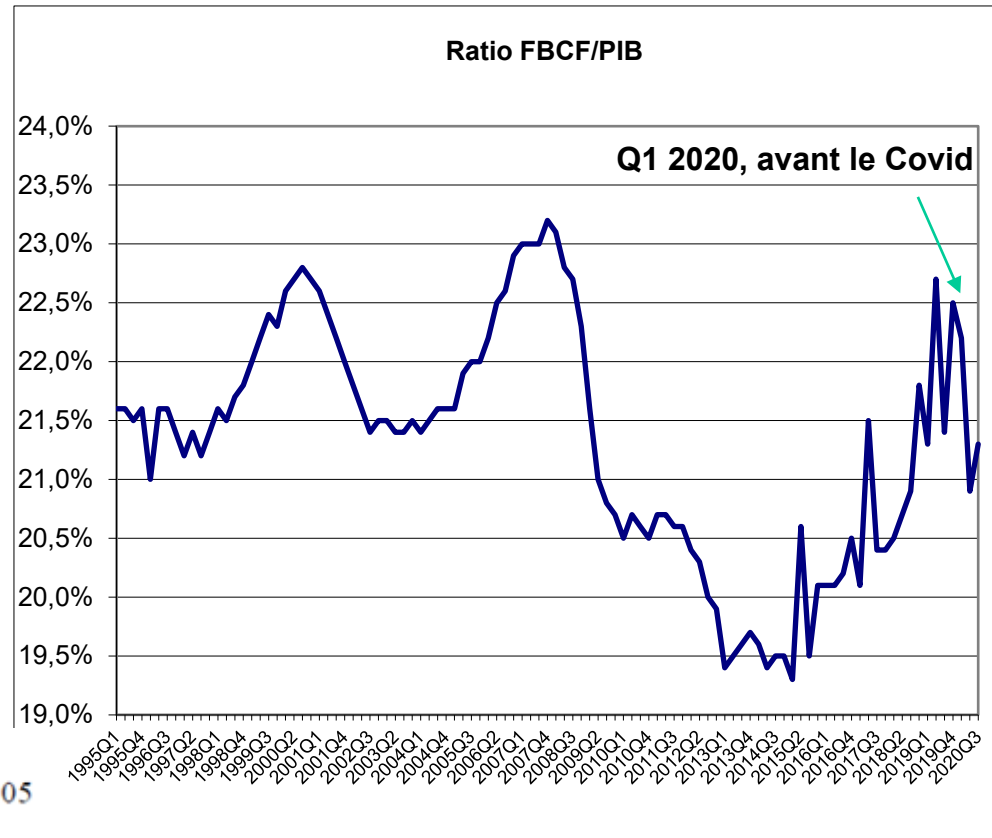


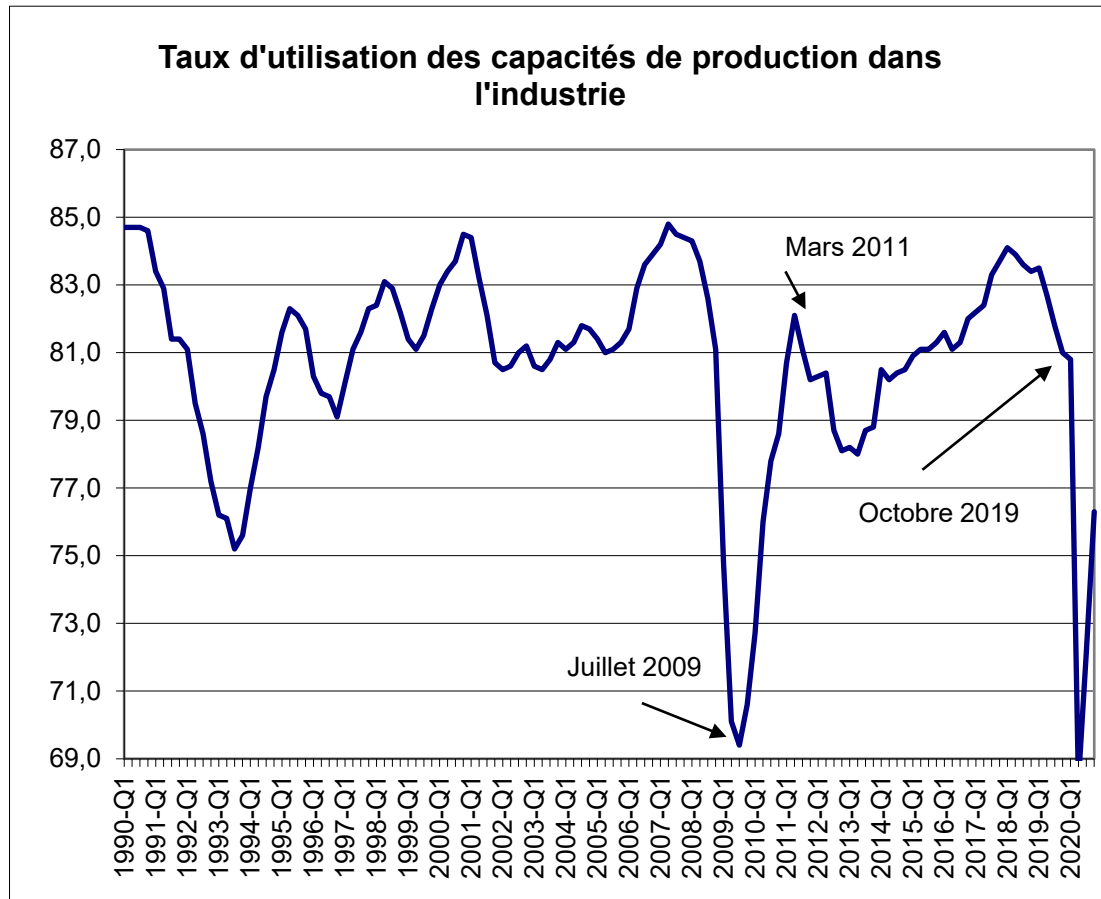
Illustration également des révisions statistiques. Ce graphique est tiré des prévisions de novembre 2015: la croissance 2014 est maintenant estimée à 1,4% - et non 0,9% - et celle de 2015 à 2,1%

L'investissement (3)

$$I = \delta K + \lambda \Delta Q$$

$$\frac{I}{Q} = \delta \lambda + \lambda \dot{Q}$$

- Mais heureusement si ces relations sont incontournables à moyen terme, elles ne s'imposent pas strictement à court terme.
- Le taux d'utilisation des capacités de production peut varier sensiblement.



L'investissement (4)

- **Quelle croissance de l'investissement en 2021?**

- **De façon générale, trois facteurs vont déterminer le NIVEAU de l'investissement.**

- La croissance de l'année (besoin en nouveau capital).
- Le taux d'utilisation des capacités de production (possibilité de satisfaire la demande sans investissement. **Rappel, il s'agit d'une moyenne**).
- Les perspectives de croissance à moyen terme. L'investissement est irréversible. Les entreprises préféreront vivre avec un taux d'utilisation fort si les perspectives de moyen terme sont médiocres.
- + de façon modérée un élément de profitabilité (comparaison profits- coût du capital perçu par les entreprises).

- **Rappel: ces paramètres jouent sur le niveau, pas sur le taux de croissance.**

- Retour des dérivées secondes...
- La croissance de l'investissement peut ainsi être forte simplement parce que l'année est moins catastrophique que l'année précédente (voir à nouveau l'année 2010).

$$\left(\frac{\Delta Q}{Q} - \left(\frac{\Delta Q}{Q} \right)_{-1} \right)$$