

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Présentation générale (1)

- Mon CV résumé:

- Depuis cinq ans: consultant/recherches sur l'allocation d'actifs.
- 2000-Juin 2015 : Associé fondateur d'une société de gestion de portefeuille – DPA Invest – spécialisée dans les allocations d'actifs de long terme.
- Auparavant, fonctions diverses dans les secteurs public et privé (Conseiller économique du Directeur du Trésor (1991), du Ministre des Finances (1992-1993) et du Ministre des Affaires Sociales (1997-1998), Economiste Senior de Goldman Sachs (1993-1997)).
- Une période de 2 ans (1998-1999) comme membre permanent du Conseil d'Analyse Economique. Publication de plusieurs rapports sur les questions de régulation financière et la réforme du système de retraite français.
- Enseignant à Dauphine depuis 2000 et Sciences-Po (régulation financière) de 2012 à 2017.

- Formation: Ecole polytechnique et ENSAE.
- Thèse de Doctorat en 2015 : « Défaillances des marchés financiers et interventions publiques ».

Présentation générale (2)

- Les objectifs du cours:
 - Améliorer votre connaissance des dynamiques macroéconomiques à court et long terme.
 - Vous aider à utiliser en tant que gestionnaires les prévisions économiques.
- Les dynamiques macroéconomiques:
 - Pas un cours « usuel » de macroéconomie fondé sur la présentation neutre des différents modèles formalisés (keynésien, néo-classique...).
 - La synthèse des praticiens (keynésiens à court terme, néoclassiques à long terme...).
 - Avec des applications pratiques.
- L'utilisation des prévisions par les gestionnaires:
 - Malheureusement, pas de théorie bien constituée!
 - Chaque gestionnaire a un peu son style et ses recettes.
 - Là aussi, désir d'offrir des illustrations pratiques (tendances et risques sur les grands marchés financiers en 2021...).

Présentation générale (3)

- Plan du cours:
 - 1^{ère} partie: Les styles de gestion, et les compétences d'analyse économique qui en découlent.
 - 2^{ème} partie: Répondre aux besoins des fundamentalistes « purs », les évolutions économiques de long terme (croissance, profits, taux d'intérêt....).
 - 3^{ème} partie: Répondre aux besoins des fundamentalistes « sceptiques »: l'analyse économique de court terme (illustration pédagogique: discussion des perspectives économiques et des taux d'intérêt monétaires pour 2021).
 - 4^{ème} partie: Quelle évolution des marchés financiers en 2021 ? (sans boule de cristal, ni vaccin...).

- Divers:
 - Merci d'être réactifs!
 - Examen: 3 questions (une sur l'analyse économique à long terme, une sur l'analyse économique à court terme, une sur les techniques de prévisions financières).

La place de l'analyse macroéconomique dans la gestion de portefeuille (1)

- Très variable selon les gestionnaires. 3 dimensions:
 - Type de produits gérés.
 - L'horizon de gestion.
 - Le style de gestion.
- Les types de produits gérés:
 - Gérants spécialisés (actions, obligations): souvent centrés sur la valeur relative et contraints par un benchmark. Au moins autant intéressés par la microéconomie (stratégies d'entreprises, tendances des secteurs...) que par la macroéconomie (mais il y a toujours un élément de macroéconomie – choix des secteurs, écart de duration au benchmark...).
 - Gérants diversifiés: le choix essentiel est l'allocation d'actif.
 - L'analyse macroéconomique est en principe un input essentiel des décisions de gestion de ces gérants.
 - Le cours devrait plutôt s'appeler les « fondamentaux macroéconomiques de l'allocation d'actifs ».

La place de l'analyse macroéconomique dans la gestion de portefeuille (2)

- L'horizon de gestion:
 - Horizon long: recherche des rendements à long terme sur les différentes classes d'actifs.
 - Horizon court: allocation d'actifs **tactique** fondée sur les prévisions financières à court terme.
 - Le développement des benchmarks signifie que la très grande majorité des gérants sont (malheureusement!) des gérants à horizon court. **Voir article FT à lire.**
 - Je vais essentiellement m'intéresser aux gestionnaires à horizon court (i.e. à la recherche des meilleures prévisions financières à court terme - 2021).
 - « Les fondamentaux macroéconomiques de l'allocation d'actifs tactique ».
- Les styles de gestion:
 - « Fondamentalistes purs ». Recherche de la « vraie » valeur. **Même s'ils ont un horizon court, ils travaillent un peu comme d'hypothétiques gérants à horizon long** (i.e. ils doivent analyser les rendements à long terme).
 - « Fondamentalistes sceptiques ». Leurs prévisions financières sont fondées sur l'analyse des « surprises ».
 - « Contrarian ». Ils observent les positions et font l'inverse des autres... (**voir article FT**)
 - « Méthodes techniques »: chartistes, « quants » (champ très hétérogène de modèles plutôt boîtes noires dans l'allocation d'actifs ou très structurés dans des gestions spécialisées).

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (1)

- Les deux inputs:
 - Quels rendements attendus à long terme sur les différentes classes d'actifs?
 - Quelle prime de risque apparaît nécessaire?
 - Conclusion: extraction du prix fondamental (égalisation des rendements à une prime de risque près).
 - Selon les classes d'actifs, l'arbitrage examiné diffère (formules de valorisation).
- **Les obligations d'Etat** (supposées ici sans risque de crédit).
 - « Modèle des anticipations »: Arbitrage entre un placement monétaire renouvelé au cours du temps et un placement obligataire.

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

- Avec r_i taux zéro coupon sur des obligations à l'échéance i , r_1^{at} taux à un an anticipé pour la date t , pr_i la prime de risque sur les obligations d'échéance i .
- Contenu en analyse macroéconomique?
 - Toute la chronique future des taux monétaires!
 - Une estimation de la prime de risque. L'approche « naïve »: « *les obligations sont plus risquées que les placements monétaires et l'histoire nous enseigne qu'elles doivent rapporter 1,5% de plus par an* ».

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (2)

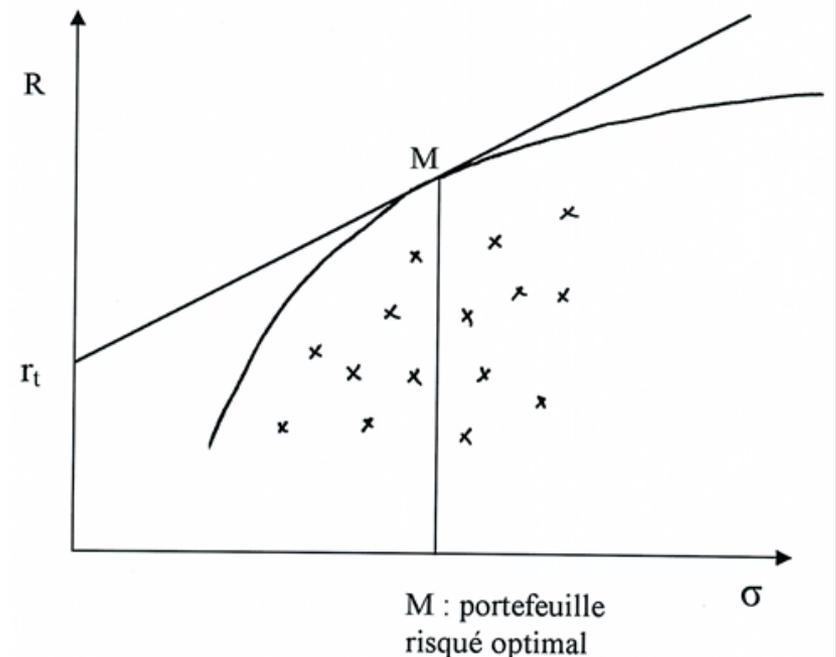
- Pourquoi « naïve »?
 - Volatilité ≠ Risque!
 - Les véritables risques changent et l'histoire n'est donc pas un bon guide.
- **Un rappel du CAPM** (Capital Asset Pricing Model).
 - Pas très opérationnel pour estimer concrètement la prime de risque obligataire, mais une bonne façon d'introduire les concepts clefs.
 - Un modèle très économe en hypothèses! On suppose seulement que les investisseurs sont concernés par le rendement et l'écart-type (ou la variance) du rendement (pas de prise en compte des risques extrêmes). Deux résultats clefs:
 - Théorème des « deux fonds ».

La façon optimale de prendre du risque est de faire varier la part du « portefeuille de marché » dans l'allocation

- Le rôle du « bêta ».

$$E(z_t) = r_t + \beta(E(M_t) - r_t)$$

$$\beta = \frac{\sigma_z}{\sigma_M} \rho_{z,M}$$



Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (3)

$$E(z_t) = r_t + \beta(E(M_t) - r_t) \quad \beta = \frac{\sigma_z}{\sigma_M} \rho_{z,M}$$

- Les 3 déterminants des primes de risque dans le CAPM.
 - L'aversion au risque global (i.e. $E(M_t)$).
 - Les volatilités relatives $\frac{\sigma_z}{\sigma_M}$, indeed...
 - Mais corrigées par les corrélations $\rho_{z,M}$! Quand un actif a une corrélation négative, plus sa volatilité est élevée, plus sa prime de risque doit être négative (logique d'assurance de portefeuille).
- **Les primes de risque obligataires dépendent crucialement de la nature des chocs!**
 - Inflation... ++
 - Crises financières... --
 - « Réels » (productivité). -
- **Et de l'offre de titres.**
 - Plus l'offre de titres est importante.....
 - ... plus apparaît une corrélation mécanique entre le portefeuille de marché et la classe d'actifs considérée (i.e. le risque est de moins en moins diversifiable).