

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- Nous faisons une prévision sur la situation macroéconomique de la zone euro en 2021.
- Nous travaillons en écart par rapport aux prévisions récemment publiées par la Commission Européenne.
- Nous insistons sur le fait que les comportements des ménages et des entreprises ne sont finalement pas si difficile à comprendre (mais l'épidémie crée cette année ponctuellement des difficultés d'analyse!).
- Mais , au-delà des spécificités de 2020-2021, l'investissement des entreprises est quand même difficile à prévoir, car les entreprises peuvent jouer sur le taux d'utilisation des capacités de production et ont d'assez grandes marges de manœuvre dans l'ajustement de leur stock de capital aux besoins de leur production.

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.**

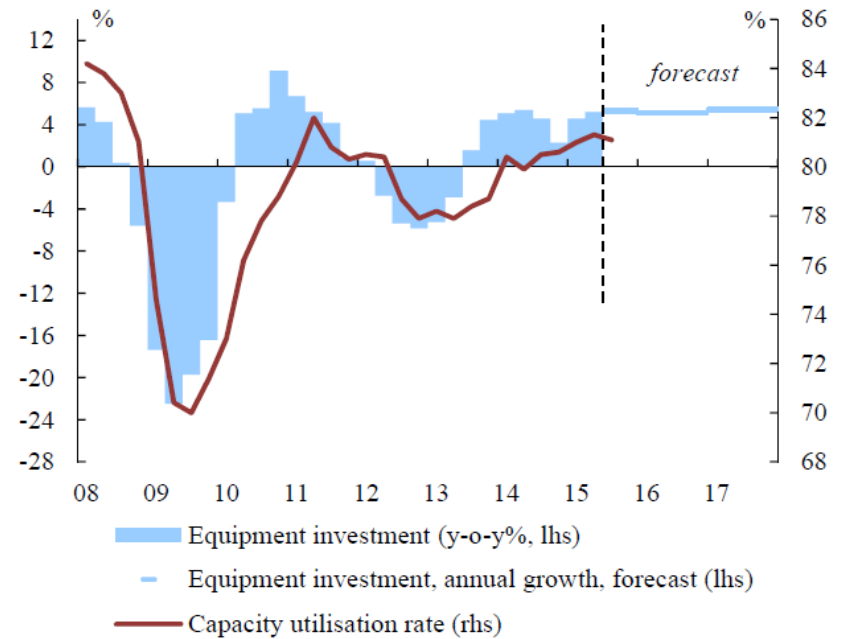
- Retour des dérivées secondes...
- La croissance de l'investissement peut ainsi être forte simplement parce que l'année est moins catastrophique que l'année précédente (voir à nouveau l'année 2010).

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

L'investissement (4bis)

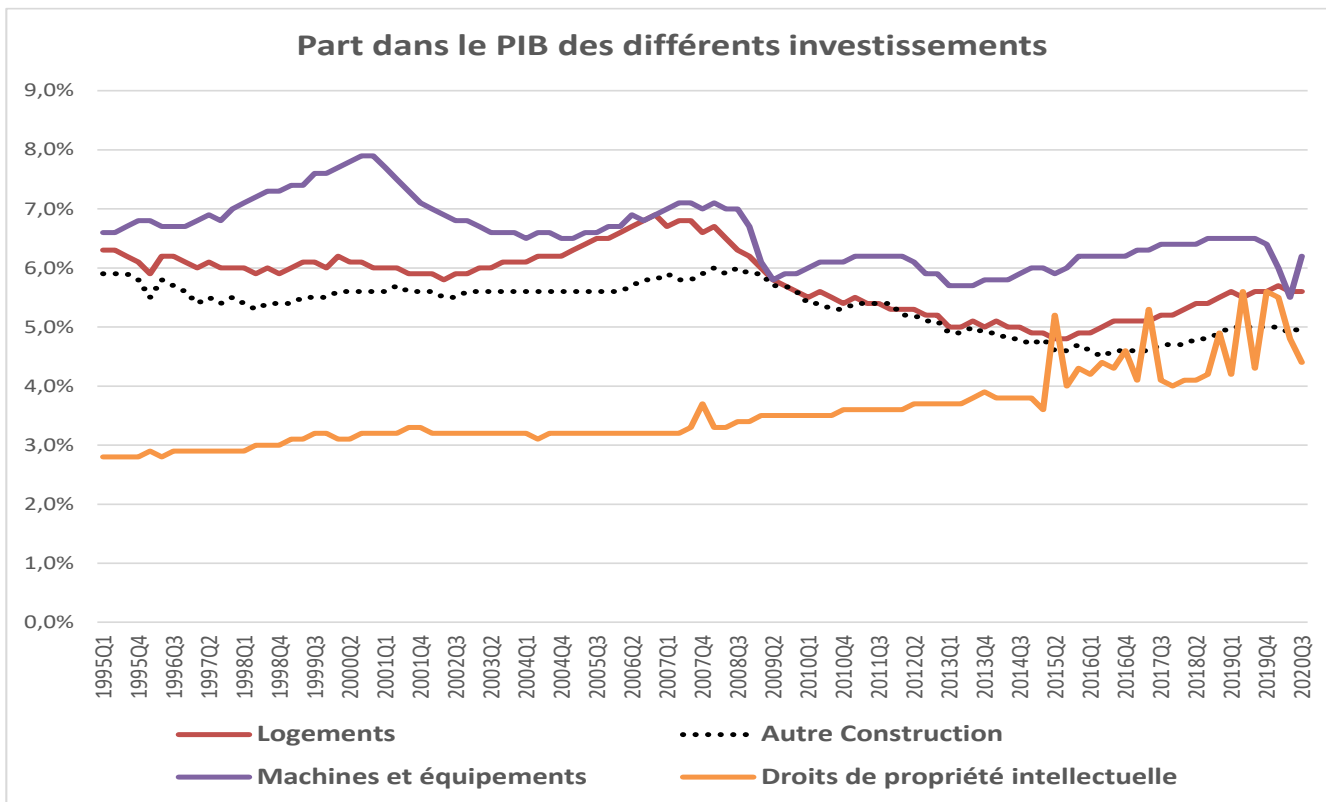
Le lien subtil entre croissance de l'investissement et niveau des capacités de production illustré par un graphique tiré des prévisions de novembre 2015

Graph I.29: Equipment investment and capacity utilisation, EU



L'investissement (5)

- **En 2021, situation incertaine en matière d'investissement.**
 - Médiocre en niveau (croissance forte, mais TUC faible, même avec la reprise. Vision à moyen terme peut-être positive...).
 - Mais déterminants fondamentaux bien meilleurs qu'en 2020. Forte hausse?
 - L'investissement est structurellement incertain car les entreprises ont de grandes marges de manœuvre **à court terme** pour accélérer ou reporter des investissements.
 - D'où l'intérêt des enquêtes, mais leur durée de vie est limitée et elles couvrent surtout l'industrie (**environ 1/4 de l'investissement productif**).



L'investissement (6): La plaisanterie irlandaise.

L'investissement en « produits de la propriété intellectuelle » représente un peu plus de 4% du PIB de la zone euro. Selon les années, l'Irlande (qui « importe » l'essentiel de ses investissements...) représente entre 2% et 20% de ces investissements!

Main features of country forecast - IRELAND

	2019			Annual percentage change						
	bn EUR	Curr. prices	% GDP	01-16	2017	2018	2019	2020	2021	2022
GDP	356.1	100.0		4.0	9.1	8.5	5.6	-2.3	2.9	2.6
Private Consumption	104.2	29.3		2.4	2.2	2.6	3.2	-8.1	11.1	6.6
Public Consumption	42.3	11.9		2.3	3.9	5.7	5.8	13.3	-0.4	-1.3
Gross fixed capital formation	162.4	45.6		7.3	0.0	-6.3	74.9	-41.3	15.3	13.5
of which: equipment	25.5	7.2		6.3	11.5	15.5	-1.2	-67.6	0.7	10.7
Exports (goods and services)	448.9	126.1		6.9	9.2	11.1	10.5	0.7	1.7	3.5
Imports (goods and services)	405.1	113.8		6.7	1.1	4.0	32.4	-14.1	6.6	7.6
GNI (GDP deflator)	275.5	77.4		3.6	6.6	7.3	3.7	-3.1	3.8	4.1
Contribution to GDP growth:	Domestic demand			3.3	1.3	-0.6	22.9	-19.6	7.2	5.9
	Inventories			0.1	-0.2	-0.9	0.1	0.4	0.0	0.0
	Net exports			1.2	10.0	9.4	-17.5	16.9	-4.3	-3.3
Employment				1.3	3.0	3.2	2.9	-0.4	-3.6	1.1
Unemployment rate (a)				8.9	6.7	5.8	5.0	5.3	8.9	8.7
Compensation of employees / head				2.8	2.9	2.6	3.5	2.3	3.7	2.4
Unit labour costs whole economy				0.1	-2.8	-2.4	0.9	4.3	-2.9	0.9
Real unit labour cost				-1.6	-4.4	-2.8	-2.2	3.8	-4.5	-0.3
Saving rate of households (b)				9.7	11.5	11.6	12.2	27.8	17.6	13.3
GDP deflator				1.8	1.6	0.3	3.1	0.5	1.7	1.3
Harmonised index of consumer prices				1.6	0.3	0.7	0.9	-0.5	0.3	1.6
Terms of trade goods				0.3	-4.1	-6.3	2.2	1.2	0.4	-0.4
Trade balance (goods) (c)				23.6	36.3	33.4	33.5	41.8	39.7	39.1
Current-account balance (c)				-1.8	0.5	6.0	-11.3	5.7	0.2	-1.1
Net lending (+) or borrowing (-) vis-a-vis ROW (c)				-2.0	-8.1	-9.9	-21.2	3.1	-1.2	-1.4
General government balance (c)				-5.0	-0.3	0.1	0.5	-6.8	-5.8	-2.5
Cyclically-adjusted budget balance (d)				-5.0	-1.5	-0.9	-0.5	-5.5	-4.8	-1.5
Structural budget balance (d)				-	-1.5	-0.8	-0.5	-5.5	-4.8	-1.5
General government gross debt (c)				62.0	67.0	63.0	57.4	63.1	66.0	66.0

Les stocks (1)

- **Une autre forme d'investissement, et un effet accélérateur.**

- $K = \lambda Q$ devient $S = \mu Q$

- Mais l'effet accélérateur est beaucoup moins puissant...

μ de l'ordre de 0,25 avec λ de l'ordre de 2

- Mais aussi plus mécanique (pas la flexibilité obtenue avec le taux d'utilisation des capacités de production).

- **Les stocks jouent ainsi un rôle important dans la dynamique de très court terme.**

- **Quelle stockage en 2021?**

- Attention, c'est ΔS qui contribue à expliquer le niveau de la production et la variation de la variation de stocks qui contribue à la croissance...

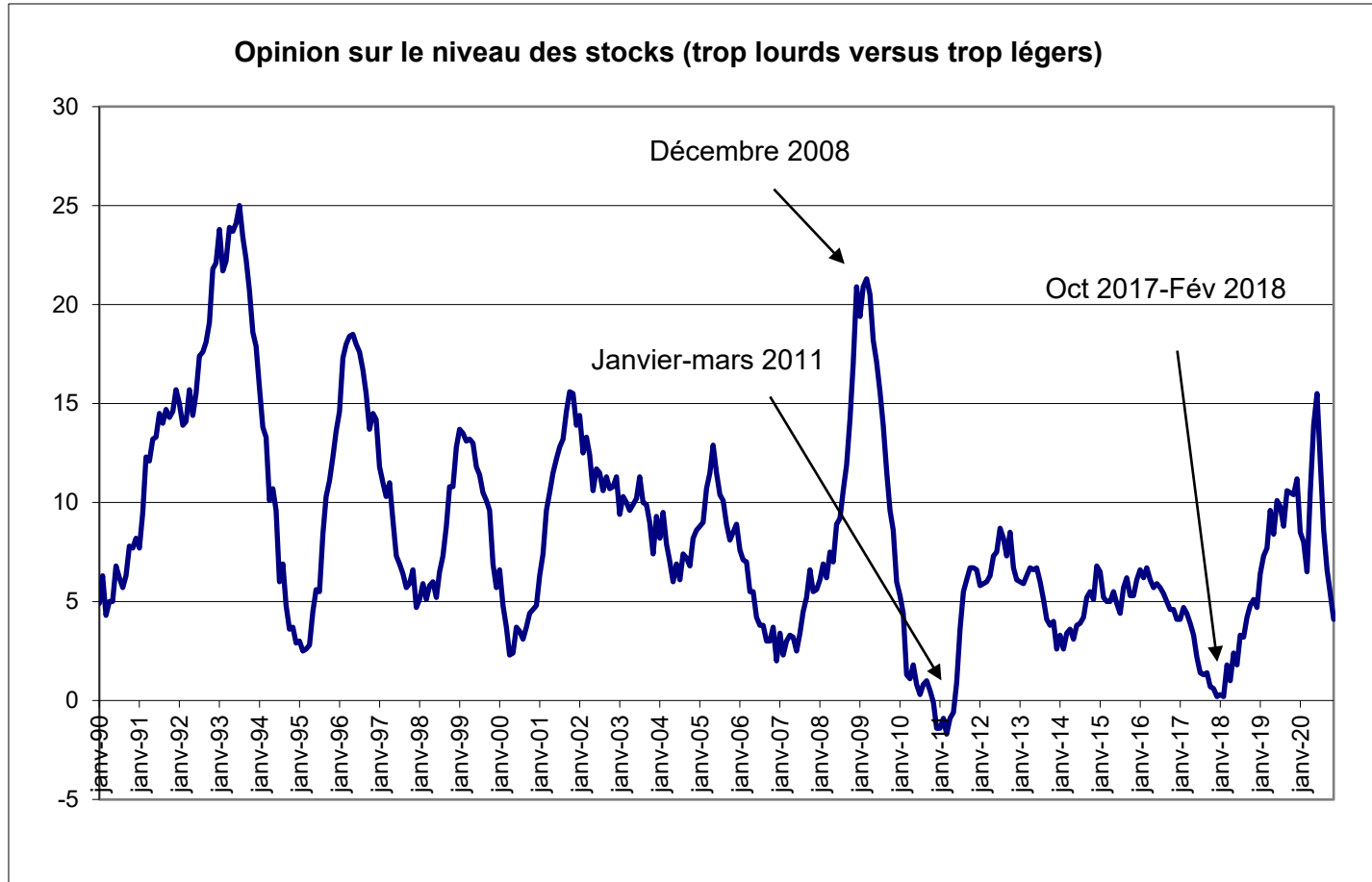
- Si on déstocke une année donnée, le fait même d'arrêter de déstocker va faire progresser le PIB

- Deux facteurs principaux et non trois pour expliquer la variation de stocks.

- La croissance ($\Delta S = \mu \Delta Q$) et le niveau initial des stocks.

Les stocks (2)

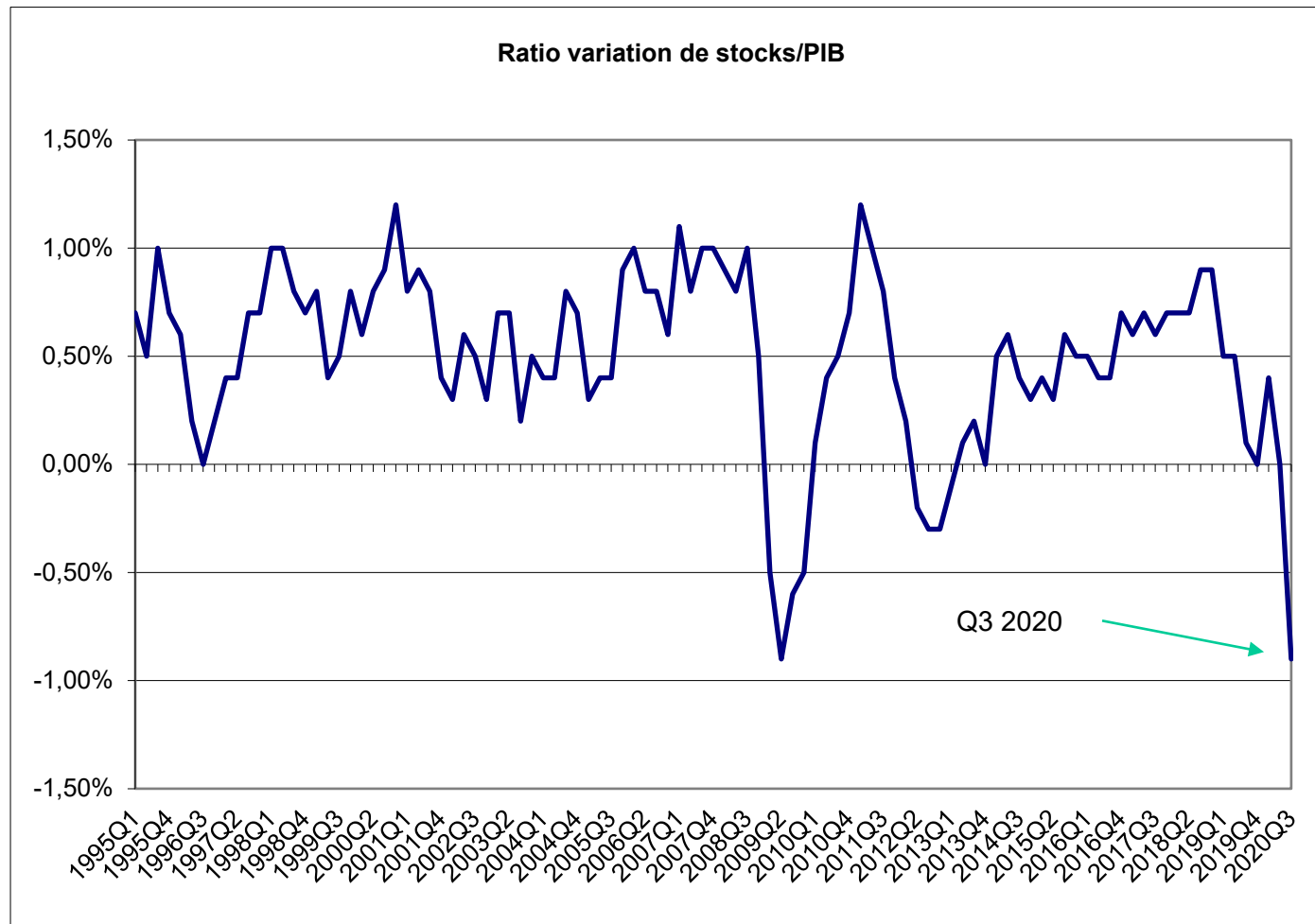
- D'après les enquêtes de conjoncture, les stocks seraient à un niveau un peu léger.



- **Du stockage est probable en 2021.**
 - Stocks un peu légers fin 2020...
 - Forte croissance.

Les stocks (3)

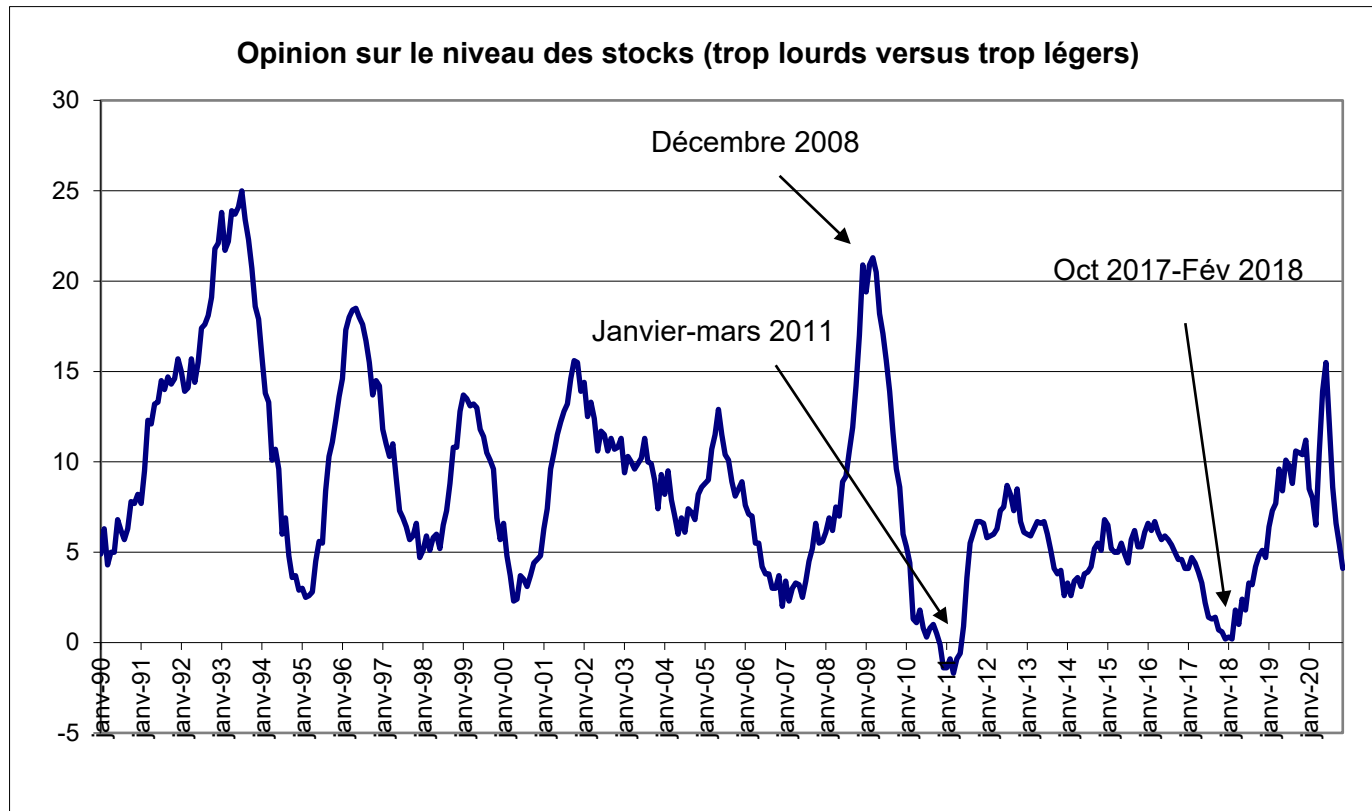
- En plus, l'année 2020 semble être une année de déstockage (enquête et comptes trimestriels...)



- Donc contribution significativement positive des stocks à la croissance 2021?

Les stocks (4)

- **Attention aux discours « journalistiques » issus des enquêtes sur les stocks!**



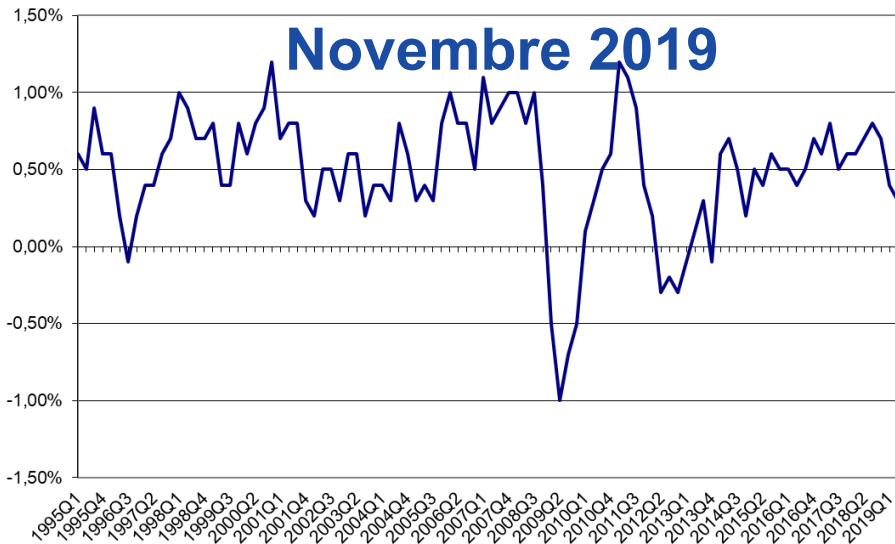
- **Que conclure quand les entreprises disent que les stocks sont trop lourds?**
 - Déstockage en cours... Pas très bon pour le niveau d'activité à très court terme.
 - Mais potentiel de rebond!
 - Ces enquêtes annoncent souvent le creux de la récession (début 1993, début 2009).
 - Stockage en cours (hiver 2010-2011, 2017-2018): attention à la suite...

Les stocks: Méfiance sur les statistiques trimestrielles... (5)

- Notre connaissance des évolutions conjoncturelles est souvent fragile. Les statistiques sont souvent révisées (cf. exemple déjà donné). C'est particulièrement vrai pour les stocks pour lesquels l'information en temps réel est parcellaire.
- Graphique de novembre 2015: le déstockage de la fin 2014 et du premier semestre 2015 s'est transformé en net stockage!

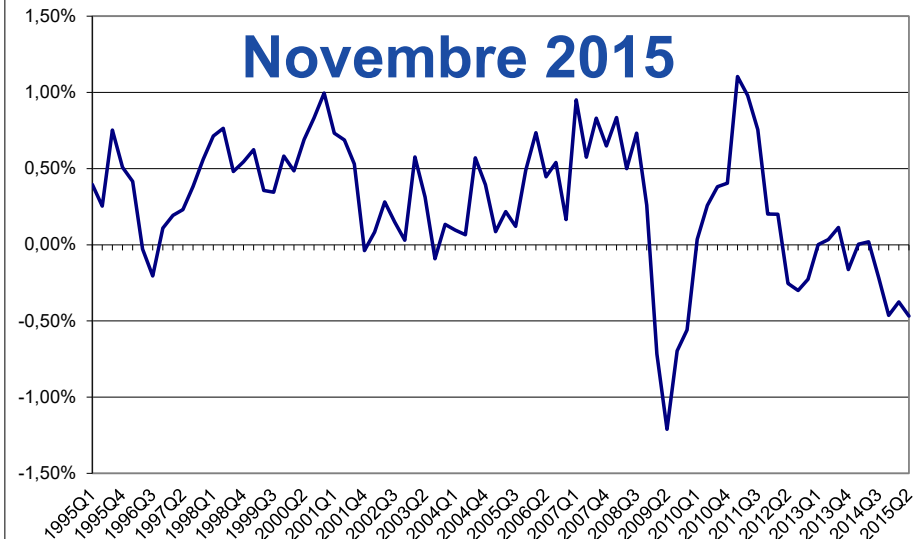
Ratio variation de stocks/PIB

Novembre 2019



Ratio variation de stocks/PIB

Novembre 2015



Le commerce extérieur

- **Un thème déjà largement abordé...**
 - Les échanges extérieurs dépendant de la demande et de la compétitivité (avec des retards).
 - Les taux de croissance des exportations et des importations dépendent des taux de croissance de la demande et **de la variation de la compétitivité** (surtout celle des deux dernières années). **Très faible impact du niveau de la compétitivité sur les taux de croissance.**

- **La contribution nette du commerce extérieur va ainsi dépendre du différentiel de demande intérieure (surtout) et des variations de compétitivité. Contribution très légèrement négative en 2021?**

International environment

(Annual percentage change)

Autumn 2020
forecast

	(a)	2017	2018	2019	2020	2021
Real GDP growth						
Japan	4.1	2.2	0.3	0.7	-5.5	2.7
United Kingdom	2.4	1.7	1.3	1.3	-10.3	3.3
United States	15.9	2.4	2.9	2.3	-4.6	3.7
Emerging and developing Asia	32.3	6.5	6.4	5.5	-1.4	7.0
- China	17.4	7.0	6.7	6.1	2.1	7.3
- India	7.1	6.6	6.8	4.9	-8.3	7.6
Latin America	7.5	1.2	0.8	-0.4	-8.3	3.5
- Brazil	2.4	1.3	1.3	1.1	-6.1	3.0
MENA	5.5	2.1	1.9	0.4	-5.2	2.0
CIS	4.4	2.3	3.0	2.2	-3.8	2.5
- Russia	3.1	1.8	2.5	1.3	-4.2	2.0
Sub-Saharan Africa	3.2	2.8	2.5	2.6	-4.0	2.5
Candidate Countries	2.0	7.1	3.1	1.1	-2.6	4.0
World excluding EU	82.2	3.9	3.7	2.9	-3.8	4.7
Trade of goods and services, volumes						
World excluding EU, import		5.9	4.2	-0.5	-10.3	6.3
EU export market growth		5.4	3.8	2.0	-10.4	5.8

(a) Relative weights in %, based on GDP (at constant prices and PPS) in 2019.

Le PIB

ENVIRONNEMENT
INTERNATIONAL

EXPORTATIONS

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

IMPORTATIONS

Récession en cours au 4^{ème} trimestre 2020, mais ré-accélération spectaculaire ensuite, surtout si la vaccination se passe bien. Pas de raison que le PIB 2022 soit inférieur à ce qu'il aurait été sans épidémie.

Utilisation des enquêtes de conjoncture (Markit, eurostat...) pour vérifier les intuitions.

IHS Markit Eurozone PMI and GDP



Synthèse de la partie court terme

- **L'analyse du court terme, pas si compliquée.... Mais:**
 - Le problème des niveaux, dérivées premières et secondes....
 - L'incertitude sur l'investissement et les stocks.
 - Savoir utiliser les enquêtes de conjoncture.
 - Les chocs (pétrole, géopolitique, crises financières, pandémie...).

Conclusions générales (1)

- **Ce cours a cherché à améliorer votre culture économique générale dans des domaines utiles pour les gestionnaires financiers.**

- **L'analyse du long terme (néo-classique...).**
 - Taux de chômage d'équilibre.
 - Rôle clef (globalement favorable) du progrès technique et des gains de productivité.
 - Rôle clef des actifs matériels et immatériels détenus par les entreprises dans leur valorisation.
 - Logique de détermination des taux d'intérêt équilibre (équilibre épargne-investissement, rôle des primes de risque).
 - Déterminants des taux de change d'équilibre.

- **L'analyse du court terme (néo-keynésienne).**
 - La « viscosité » des prix et des salaires.
 - Le rôle clef de la demande.

Conclusions générales (2)

- **Il a aussi essayé de préciser comment ces éléments d'analyse étaient utilisés selon l'horizon et le mode de gestion qui en découle.**
- **Horizon de gestion à très long terme (5 à 10 ans).**
 - Economie à l'équilibre et valorisations associées.
 - Taux de change d'équilibre.
 - Q de Tobin d'équilibre.
 - Taux d'intérêt d'équilibre.
- **Horizon de gestion à moyen terme (2 ou 3 ans).**
 - « Fondamentaliste pur ».
 - DCF, Modèle des anticipations, Overshooting...
- **Horizon de gestion à court terme (3 mois).**
 - « Fondamentaliste sceptique ».
 - + en complément approches contrarian et chartiste.
 - Compléments particulièrement importants sur les marchés « malsains » animés par d'importants mouvements « techniques » (stop-loss, prises de profits...).

Conclusions générales (3)

- **Question pas vraiment traitée, mais l'objet de quelques allusions et digressions: qu'est ce qui fait qu'un marché est « sain » (volatilité modérée et mouvements explicables essentiellement par l'arrivée des informations fondamentales) ou malsain (volatilité élevée, importance des mouvements techniques difficiles à expliquer)?**
- **Une conviction profonde: la difficulté des marchés à s'adapter aux changements structurels de primes de risque.**
- **Les marchés doivent refléter la prime de risque moyenne exigée par les investisseurs dans la durée.**
 - Rappel important: ce n'est pas la prime de risque instantanée (i.e. l'exigence de sur-rendement dans les 3 mois qui viennent) qui rentre dans les formules de valorisation fondamentales. Elle est très volatile.
 - C'est la prime de risque moyenne qui doit être visible dans les prix.
 - Les « fundamentalistes purs » ont souvent une conviction bien arrêtée sur cette prime de risque moyenne requise.
 - Mais parfois, ils ratent un changement structurel dans la nature des risques et les comportements des investisseurs.
 - Exemple: la prime de risque sur les actions dans un contexte de taux d'intérêt réels négatifs...
 - Risque de capitulation des fundamentalistes et augmentation de la volatilité.
- **Disgression finale!**