

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)

- **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 sur mon site l'article de l'année dernière par Mohamed El-Erian**).
 - 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 actuel de la Turquie!).
 - **Dans les grands pays industrialisés, un mauvais indicateur d'inflation fait plutôt monter la devise.**
- **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).

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. **Voir les différents articles sur mon site.**
- 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 2022.
- 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: $r_{lt} = F(r_{ct}, \text{croissance} - \text{observée ou prévue par le consensus, inflation} - o \text{ ou } p, \text{déficit public} - o \text{ ou } p, \text{etc...})$ 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.
 - **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 opportunités 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!