

# **Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille**

**Olivier Davanne**

## Où en sommes nous?

ENVIRONNEMENT  
INTERNATIONAL

EXPORTATIONS

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

IMPORTATIONS

- Nous avons regardé comment faire une prévision à court terme en examinant les prévisions réalisées pour la zone euro par la Commission Européenne.
- Nous avons conclu que la prévision de la Commission (PIB à +4,3%) semblait trop pessimiste et nous arrivions, avant nouvelle itération, à une croissance de +5.8%.
- Avant la guerre en Ukraine, le scénario le plus vraisemblable était celui d'une faiblesse de l'activité au 1er trimestre (impact d'Omicron dans les services), mais avec une ré-accélération spectaculaire ensuite (si pas de nouveau variant...).

# Le PIB

ENVIRONNEMENT  
INTERNATIONAL

EXPORTATIONS

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

IMPORTATIONS

***Ce scénario était compatible avec le résultat des enquêtes de conjoncture, qu'il faut toujours utiliser pour vérifier les intuitions.***



***Malheureusement, la guerre en Ukraine a totalement changé les perspectives (avec notamment un prix du pétrole 50% plus élevé que dans les prévisions de la Commission).***

# 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...).
  - **L'année 2022 est d'ailleurs particulièrement incertaine!**

# Les prévisions de marché pour 2022

---

- **Comment utiliser ces éléments d'analyse économique – court et long termes - et panacher les différentes approches possibles?**
  - « Fondamentaliste pure ».
  - « Fondamentaliste sceptique ».
  - Contrarian (si possible intelligent...).
  - Chartiste (si possible intelligent...).
- **Analyse rapide du marché des US Treasuries.**
  - Pour illustrer les mécanismes et raisonnements à l'œuvre.
  - Pas d'analyse des conséquences de la guerre en Ukraine.
  - **Pas de boule de cristal...**

# US Treasuries en 2022 (1)

- L'approche « fondamentaliste pure ».

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

- **Besoin d'un scénario de politique monétaire à long terme.**

- Pour l'instant, l'équilibre à long terme.

2% de taux nominaux d'équilibre en zone euro. 4,0% aux US (contre 2,5% attendu par la Fed!).

- Quid du court et moyen terme?

- **Aux Etats-Unis, la Fed est devenue particulièrement transparente sur les anticipations des membres du board.**

- Prévisions médianes à la mi-décembre: 0,9% fin 2022, 1,6% fin 2023, 2,1% fin 2024, 2,5% aux arrondis près à long terme.

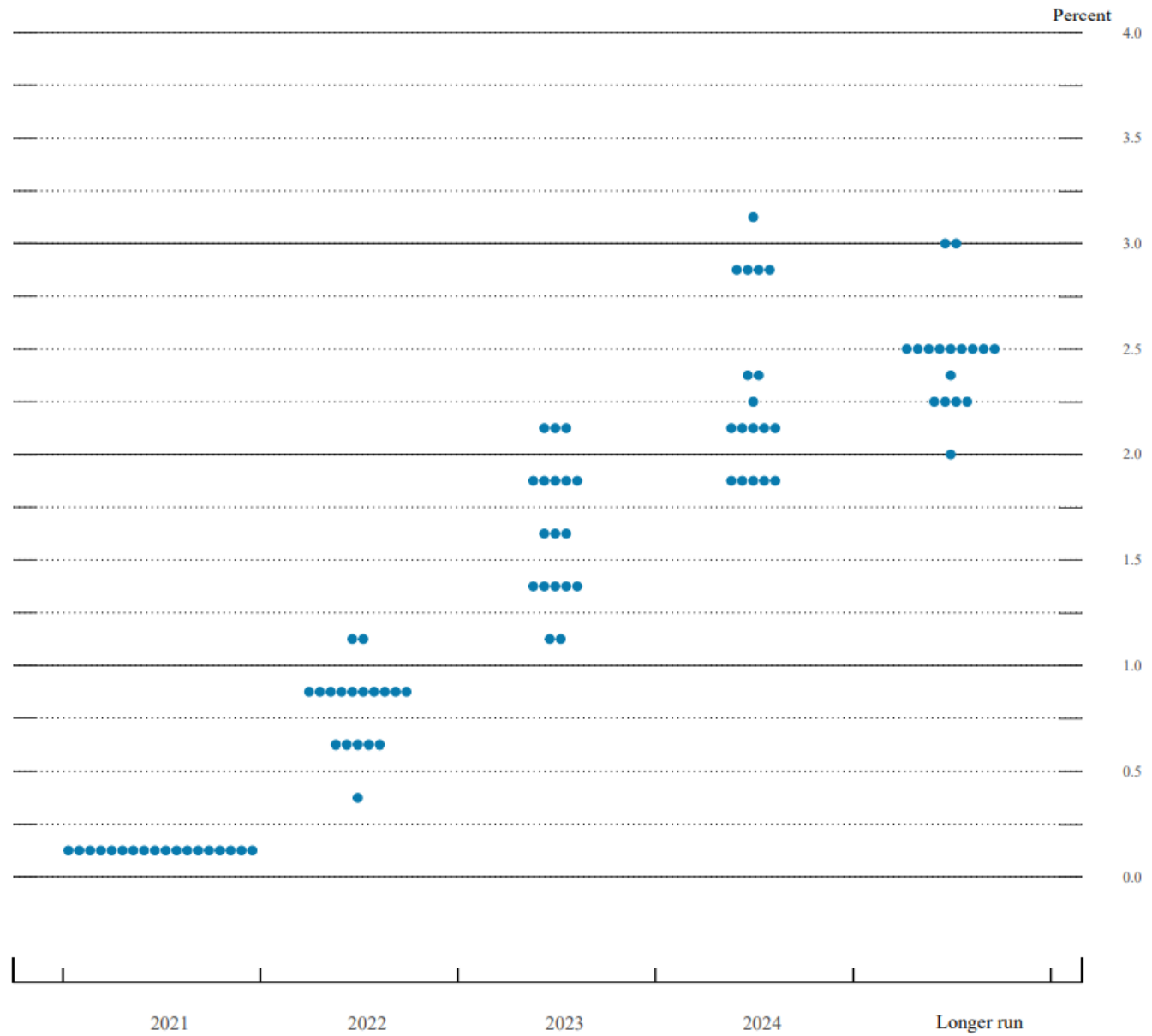
- **Plus « pessimiste » à l'époque sur 2022 que le consensus des économistes, qui a depuis beaucoup changé... (Source: Consensus Forecasts).**

Three month Interest Rates (CF 06/12/21)	
In 3m	In 12m
0,11	0,51

Three month Interest Rates (CF 07/02/22)	
In 3m	In 12m
0,56	1,25

# US Treasuries en 2022 (2)

## Prévisions des membres du board de la Fed (13 décembre 2021)



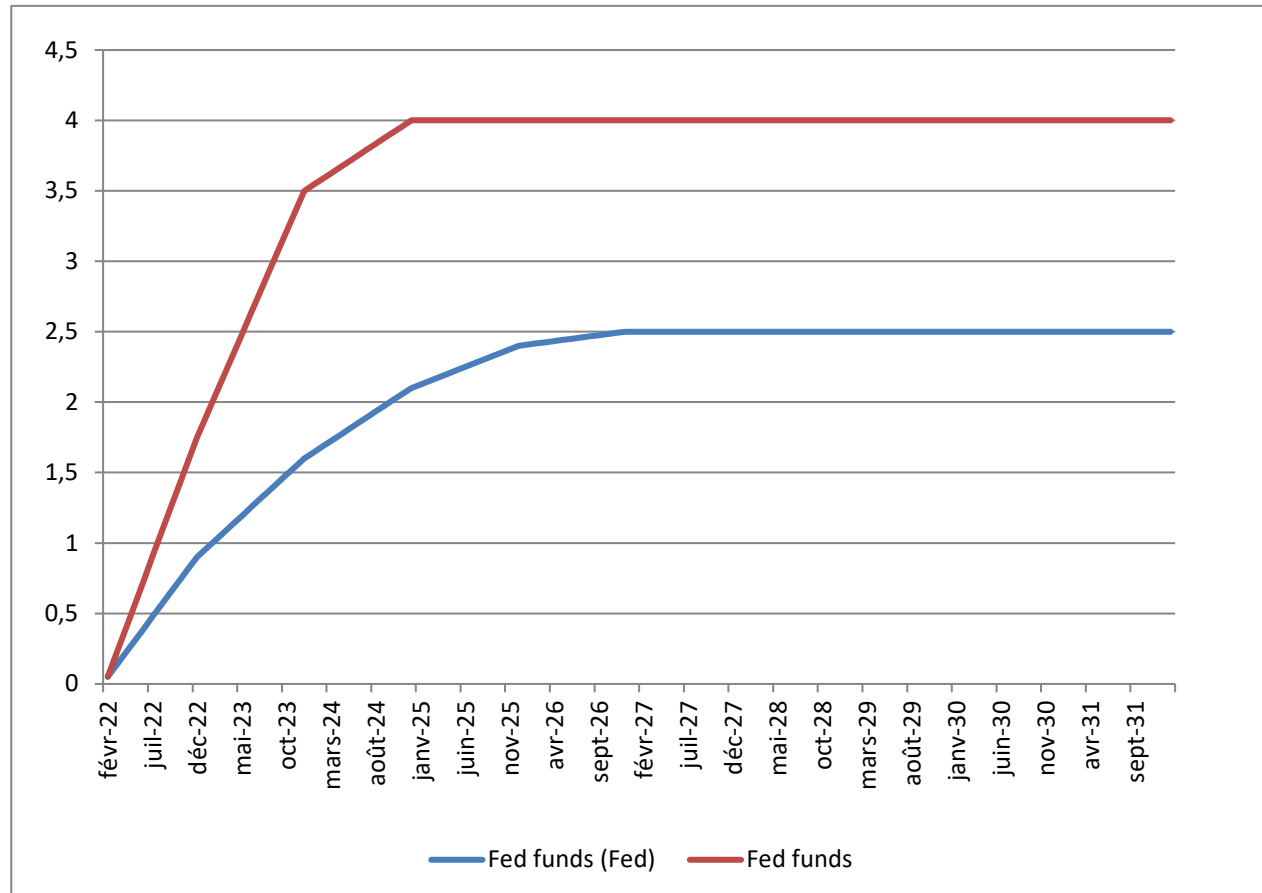
## US Treasuries en 2022 (3)

### ■ Hypothèses retenues:

- Difficultés pour lutter contre l'inflation dans un contexte de marché du travail très tendu.
- Hausse plus forte et rapide qu'anticipé par la Fed en décembre 2021. Dans l'attente des nouvelles projections à l'issue du FOMC du 16 mars 2022....

### ■ Moyenne des taux courts sur 10 ans:

- A partir du début 2022: 3,6% (Dernier Fed: 2,1%)
- A partir du début 2023: 3,9% (Dernier Fed: 2,3%)
- Pour mémoire, équilibre: 4% (Fed: 2,5%).





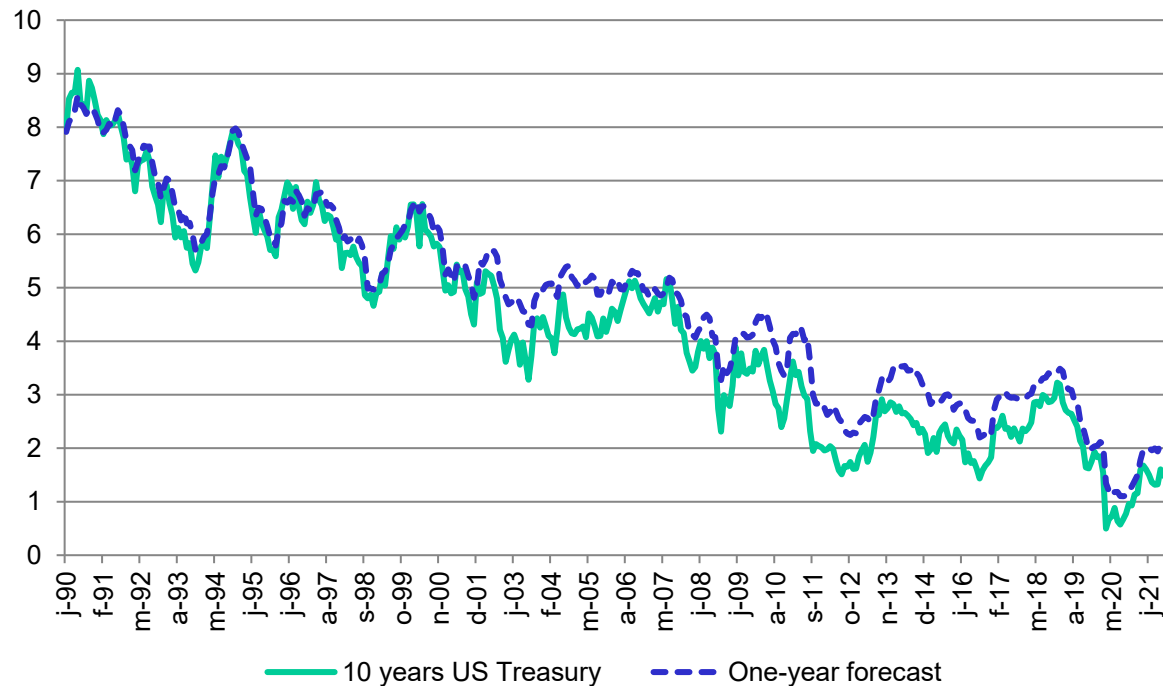
## US Treasuries en 2022 (4)

	US - Fed	US
A partir de début 2022	2,1%	3,6%
A partir de début 2023	2,3%	3,9%
Equilibre	2,5%	4,0%

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

### Quelles primes de risque prendre en compte?

- Rappel: rien n'impose des primes de risque positives sur les obligations longues émises par des Etats très solvables.
- Les anticipations de hausse des taux semblent d'ailleurs indiquer des primes de risque négatives depuis 20 ans.... (*source «Consensus Forecasts »*)

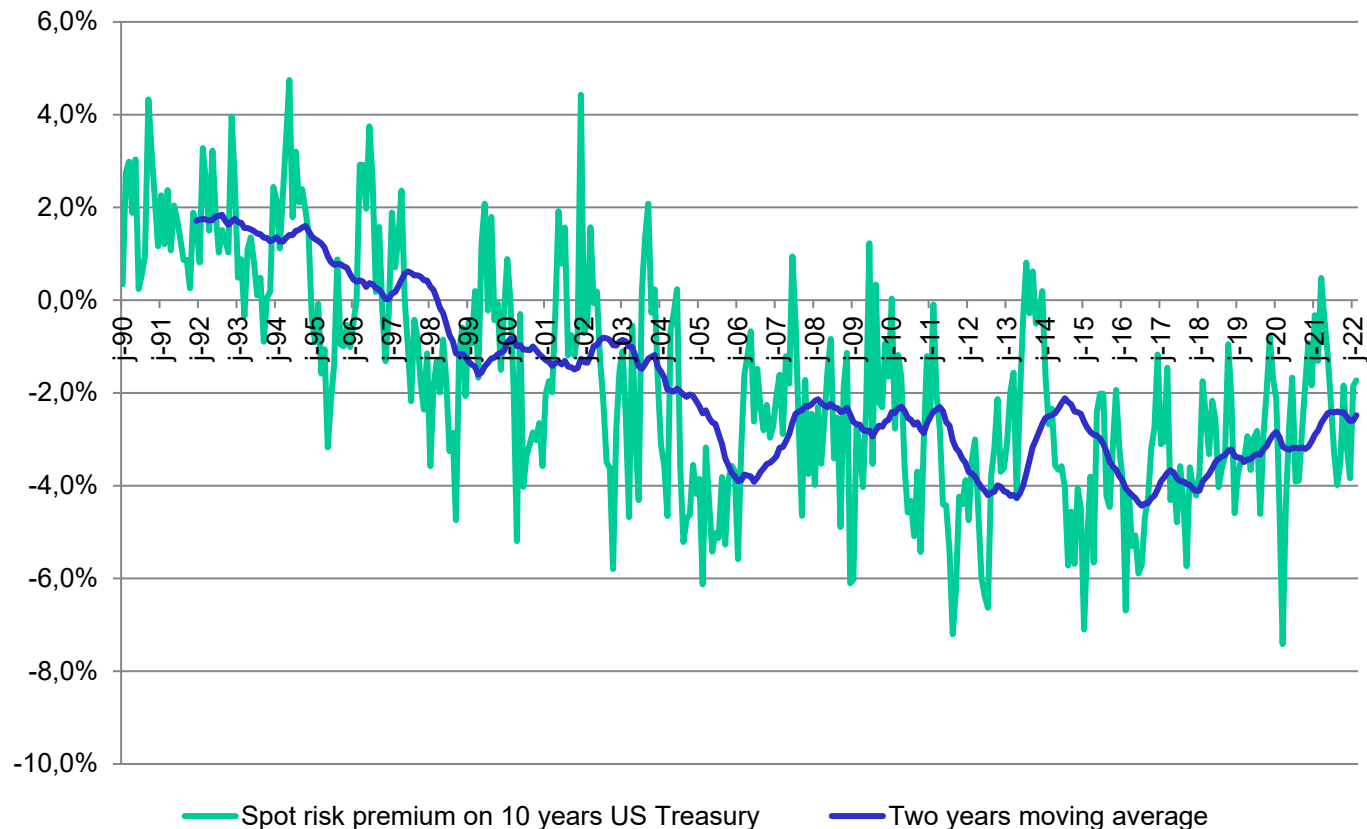


## US Treasuries en 2022 (5)

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

### ■ Quelles primes de risque prendre en compte?

- Calcul: prime de risque = portage (coupon – taux un an) + plus-values anticipées (attention à bien prendre en compte la pente de la courbe des taux pour la plus-values. Le taux actuel doit être comparé au taux à 9 ans anticipé dans un an).



## US Treasuries en 2022 (6)

---

- **Ces primes de risque « révélées » sont volatiles pour des raisons déjà évoquées:**
  - Premier biais de mesure: retard d'ajustement des prévisions.
  - Deuxième biais de mesure: distributions de probabilité asymétriques (écart entre scénario le plus vraisemblable et le scénario moyen).
  - **Mais aussi véritable instabilité des corrélations inter-market et des primes de risque.**
- **Mais elles semblent indiquer des primes de risque en moyenne structurellement négatives.**

Moyenne 2000-2008	-2,3%
Moyenne 2009-2021	-3,2%
Moyenne 12 derniers mois	-2,2%

- Faiblesse des risques inflationnistes, récurrence des crises financières, montée en puissance de l'épargne retraite...
- Plus récemment, hausse des dettes publiques dans certains pays, mais aussi quantitative easing.

## US Treasuries en 2022 (7)

- **Quelles primes de risque pour le « fondamentaliste pur ».**
  - Rappel: la prime de risque à prendre en compte doit être « forward looking ».
  - Prise en compte des équilibres offre-demande futurs (fin du QE aux US, peut-être un peu moins de benchmarking stupide qui force les investisseurs à acheter des obligations à n'importe quel prix...)...
  - ... **et spécifiquement sur l'obligataire, la réduction mécanique de duration au cours du temps.**
- **Calcul « fondamentaliste pur » purement illustratif avec des ordres de grandeur raisonnables.**

### Taux longs fondamentaux avec une prime à -1,0% aux US

Aujourd'hui			2,6%
Dans un an			2,9%
Equilibre			3,0%

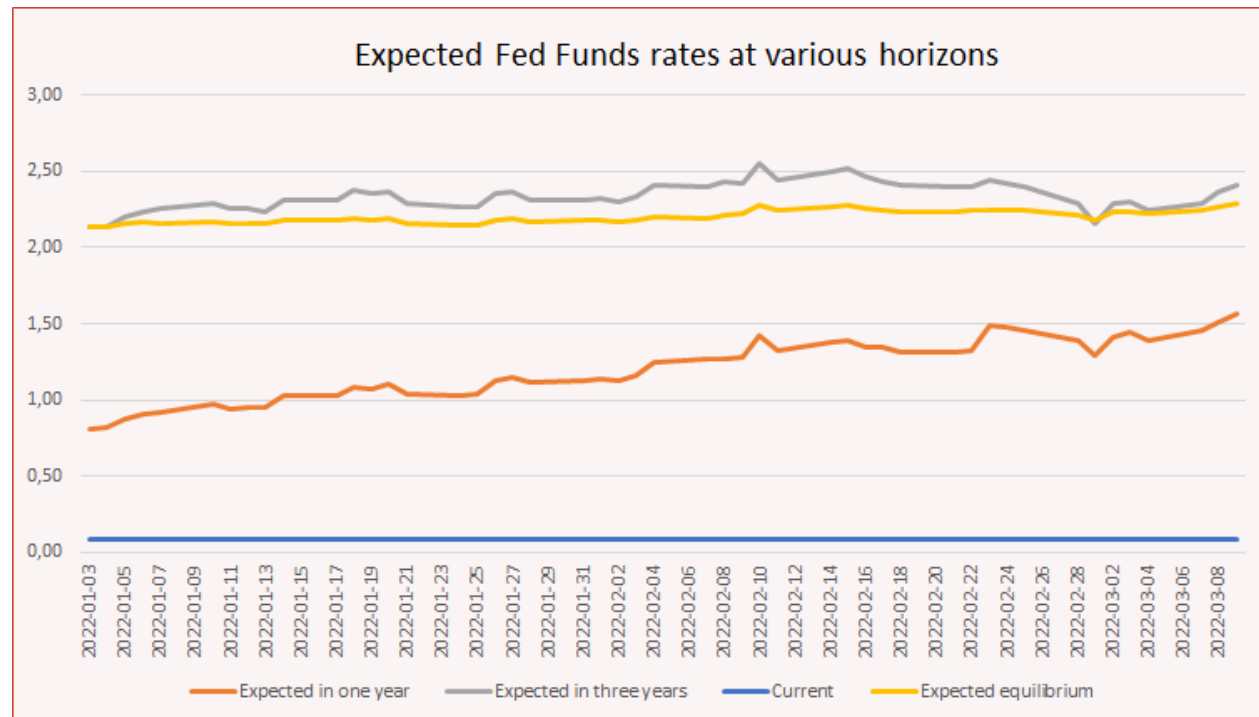
- **Ces calculs sont utiles, et poussent à être vendeurs d'US Treasuries, mais attention l'approche fondamentaliste « pur » peut être dangereuse à court terme.**
  - Les marchés ont leur propre scénario sur les taux courts futurs et les primes de risque jugées nécessaires.
  - Pourquoi convergeraient-ils rapidement vers notre « bon » scénario?
  - A court terme, recherche des (i) surprises (ii) trends/flux structurels et (iii) mouvements techniques (prises de profit/stop loss).

## US Treasuries en 2022 (8)

### ■ La quête des « surprises »...

- Les surprises importantes sur le marché des obligations concernent surtout l'inflation et le croissance qui ont une forte influence sur la politique monétaire de la Fed.
- Dans quel sens pensons-nous que ces surprises vont jouer? Comment les anticipations concernant la politique de la Fed vont évoluer (ampleur des hausses de taux en 2022 et 2023)?
- Une des difficultés est que les anticipations concernant les taux courts futurs ne sont pas directement mesurables. **Les taux forwards contiennent bien sûr des primes de risque (positives ou négatives).**

– Il y a une abondante littérature sur les modèles de taux permettant de distinguer dans les taux forwards ce qui relève des anticipations et ce qui s'explique par les primes de risque. Voilà le résultat de mon modèle:



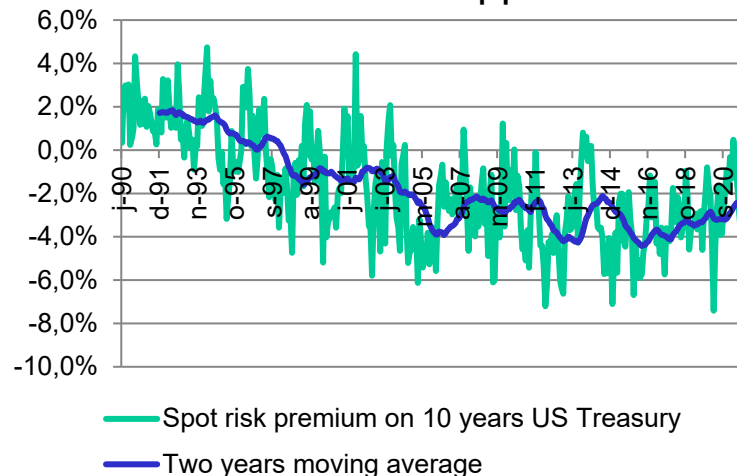
# US Treasuries en 2022 (9)

## ■ La quête des « surprises »...

- Vu l'ampleur des pressions inflationnistes aux Etats-Unis, on peut craindre que ces anticipations de hausse de taux soient fortement révisées à la hausse dans les prochains mois.
- Les surprises sur la croissance, l'inflation et la communication de la Fed semblent plutôt devoir jouer dans le sens de la hausse des taux.
- Opinion personnelle: les approches « fondamentalistes pures » et « fondamentalistes sceptiques » jouent dans le même sens: anticipation d'une hausse des taux.
- Quid du chartisme et des flux structurels: pas d'opinion sur ce que disent les graphiques, mais anticipation de flux vendeurs. Importance du déficit public US et « Quantitative Tightening ».

## ■ Last but not least, que dit l'approche « contrarian »?

- Peu d'informations directes sur les positions tactiques prises sur les US Treasuries.
- Mais les primes de risque négatives traduisent des positions vendeuses. Indicateur haussier infirmant malheureusement les autres approches???



# US Treasuries en 2022 (10)

## Mais nécessité d'une approche « contrarian » intelligente!

- Des positions tactiques importantes ne sont inquiétantes que si les valorisations ne sont pas en cohérence avec ses positions.
- Méfiance quand les investisseurs sont surinvestis sur un marché cher ou sous-investis sur des actifs bon marché!
- En revanche, des positions importantes peuvent être durablement soutenables si les valorisations sont en cohérence avec ces positions. Attention aux risques d'une approche contrarian trop automatique...
- Quid des US Treasuries? Aux taux bas actuels, ces positions vendeuses sont probablement soutenables.

