

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

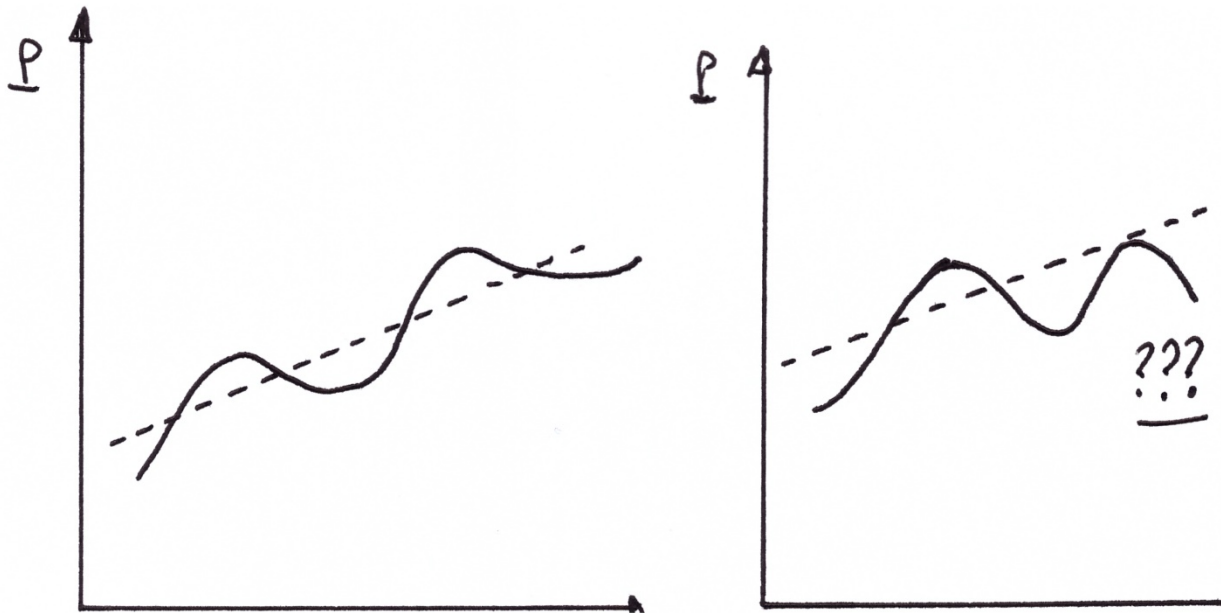
Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- **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 sur le panachage des différents styles de gestion....
- **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.
- **Flux structurels.**
 - A primes de risque données, les portefeuilles se déforment.
 - Changements dans l'offre de titres (QE...) et autres flux structurels.
 - **En d'autres termes, les primes de risque bougent!**

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (4)?

- **Les flux structurels donnent une certaine rationalité au chartisme...**
 - Existence de tendances... (bullish/bearish)
 - Qui ne peuvent pas être régulière sur des marchés efficients.
 - Succession de phases d'accélération de la tendance et de phases de prise de profit.

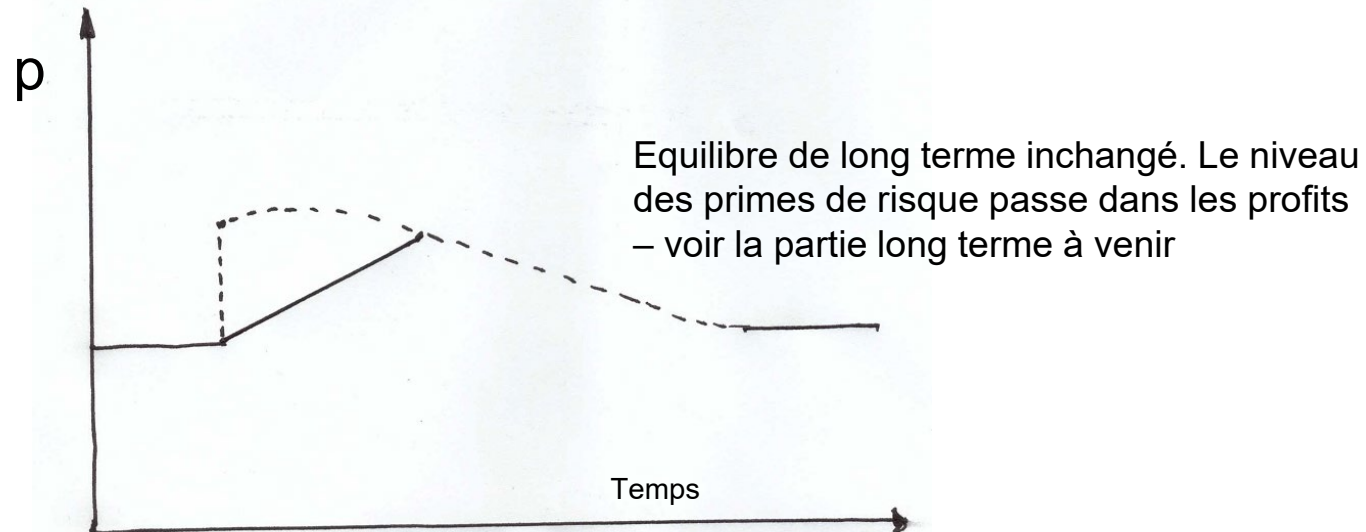


- **... Mais militent pour un chartisme « intelligent ».**
 - Prise en compte des nouvelles qui ont parallèlement influencé la tendance.
 - Analyse parallèle du mécanisme économique qui crée la tendance et de sa vigueur.

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (5)?

■ Petite digression....

- Sur des marchés efficients, il ne devrait pas y avoir de tendance!
- Les marchés efficients fonctionnent en principe par saut (cf. l'overshooting de Dornbusch).
- Exemple de dynamique théorique liée par exemple à l'annonce d'une politique – fiscale ou réglementaire - qui va augmenter la demande en actions (impact sur les cours de bourse).



----- dynamique théorique avec des arbitragistes qui achètent les actions pour profiter de la demande future (hausse immédiate, puis lente baisse liée au recul des primes de risque).

_____ : tendance avec des investisseurs passifs et sans arbitragistes à long terme, les cours montent progressivement pendant la période où la demande augmente (**avec des mouvements techniques liés aux arbitragistes court terme**).

- Mais les marchés ne sont pas totalement efficients (rationalité limitée **et surtout capacités d'arbitrage limitées – contrainte des benchmarks**).

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (6)?

- **Mouvements techniques.**

- Changements de portefeuille sans nouvelles.
- Prises de profits.
- Stop-loss, avec un cas particulier, la capitulation des fundamentalistes.
- Plus les positions tactiques sont grosses, plus il y a des chances de « mouvements techniques » (gros ordres justifiés par la volonté de revenir au benchmark).
- D'où l'utilité de l'approche contrarian.

- **L'approche contrarian intelligente:**

- Analyse des positions...
- Mais aussi de leur origine (chartiste ou fondamentale) et de leur résistance aux mauvaises nouvelles.

- **Ces approches doivent être combinées:**

- La perle rare : les nouvelles attendues par le hedge fund sont favorables à l'achat, la tendance lourde est positive et pourtant il n'y a pas de positions acheteuses (les chartistes ont récemment pris leurs profits...).
- Mais malheureusement, les signaux sont souvent contradictoires. Quid de 2022?
- De façon générale, l'importance accordée aux différentes approches dépendra de la dynamique des marchés, « sains » ou « malsains »... **Important d'essayer de comprendre la dynamique des marchés.**

Exemple de suivi de la dynamique des marchés

Main Market Moving News

Macroeconomics	Significant surprise *	Market impact		
		Bonds	Equities	FX
US Nov Core CPI at +1.9% as expected.	0	F	F	F
US Dec Consumer Confidence (Univ. Michigan) at 70.1 vs 67.1 expected.	1	F	F	F

Company news

Better results than expected for Oracle, Broadcom, Cisco.

Others

F "Fundamental", the market reaction seems broadly in accordance with a fundamental approach of valuation.

F / T The market reacts in the expected direction, but with a surprising intensity.

T "Technical", the market reaction seems to be disrupted to a large extent by technical adjustments of positions.

* Significant surprise means that a piece of news may alter significantly the valuation analysis:

- 0 No significant surprise.
- 1 Surprise, but with little implication for the fundamental value of the asset under consideration.
- 2 Significant surprise which may justify a visible move in some asset prices.
- 3 Highly significant surprise.

Day Changes : Fundamental or Technical ?

		US 10Y	EU 10Y	S&P 500	STOXX 50	€/€
No significant movements		X	X	X	X	X
Fundamental	Expected returns					
	Risk premia					
Technical	Capitulation	Fundamentalists				
		Momentum				
	Profit taking	Fundamentalists				
		Momentum				
	Position building	Fundamentalists				
		Momentum				

L'analyse économique de long terme

- **Le fondamentaliste pur a besoin:**
 - De prévisions de long terme sur les taux d'intérêt monétaires (politique des banques centrales).
 - De prévisions de (très) long terme sur les profits des entreprises.
 - D'estimations sur les taux de change d'équilibre.
- **Quatre ou cinq séances sur les équilibres de long terme.**
 - Quelle tendance pour l'activité économique à long terme, disons au-delà de 5-10 ans?
 - Quels taux d'intérêt d'équilibre à cet horizon?
 - Quelle rentabilité des entreprises (part des profits dans la valeur ajoutée) à cet horizon?
 - Quel taux de change d'équilibre à cet horizon?
- **Malheureusement, la théorie est en général assez claire, mais les chiffreages incertains!**

L'activité économique dans 5-10 ans et au-delà.

- **On peut supposer que le taux de chômage sera à son niveau d'équilibre.**
 - NAIRU: Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
 - Un chômage anormalement élevé crée un processus de désinflation qui rétablit l'équilibre....
 - Gains de compétitivité – baisse des taux d'intérêt (pour les pays qui le peuvent!).
 - Le retour à l'équilibre peut cependant être très lent pour les pays dans une zone monétaire....
 - ... et/ou menacés par le piège de la déflation structurelle.
- **A noter: Le NAIRU est un concept clef à la fois pour l'analyse du long terme et du court terme. A court terme, l'inflation doit accélérer si le chômage est inférieur au NAIRU. Mais il est très difficile à estimer!**
- **La productivité du travail sera à un son niveau normal, compte-tenu du capital matériel et surtout immatériel de l'économie (i.e. technologies et capital humain).**
 - Deux questions: les tendances lourdes des gains de productivité...
 - la possibilité d'un rattrapage face à une situation initialement anormale.
- **Au final, quatre questions clefs pour les économistes du long terme:**
 - La croissance tendancielle de la population active.
 - Le NAIRU.
 - La croissance tendancielle de la productivité du travail.
 - Les éventuels rattrapages (question particulièrement d'actualité aujourd'hui!).

La croissance tendancielle de la population active (1)

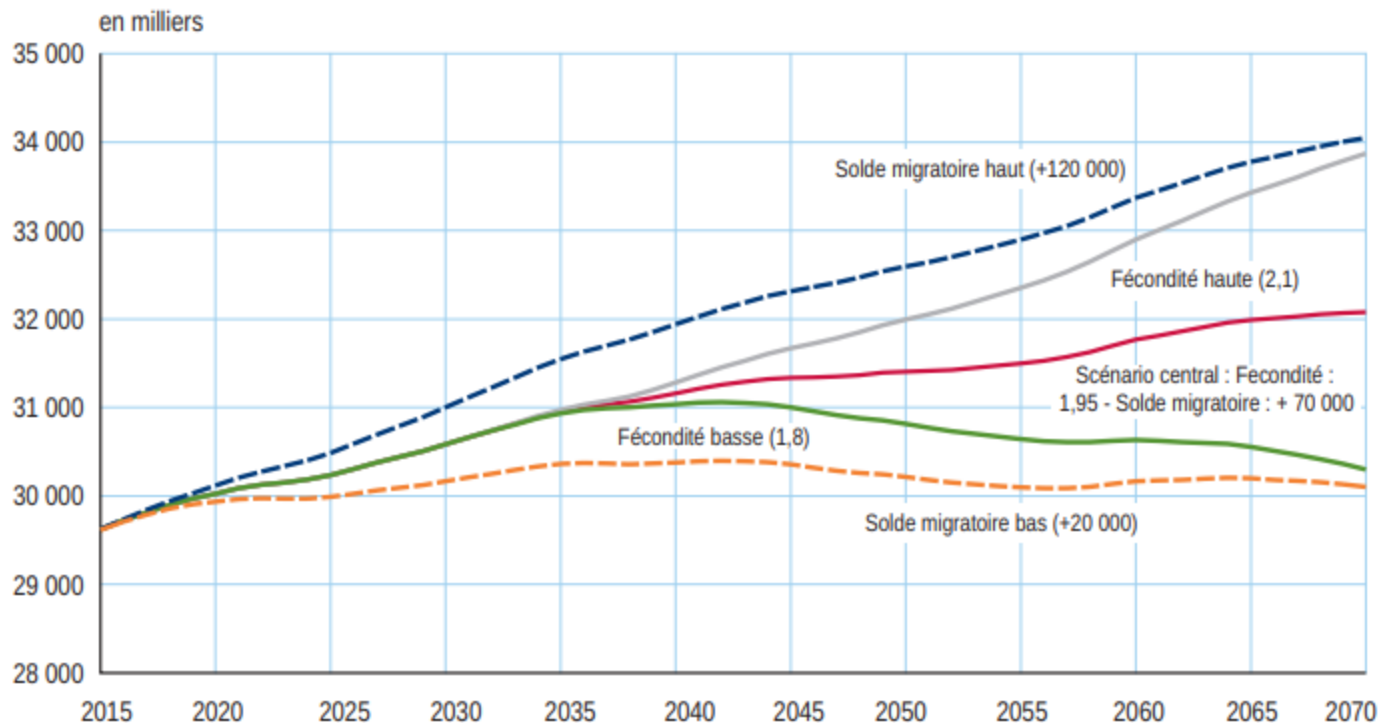
- **Définition:** la population active est composée de ceux qui veulent travailler (Emploi+Chômage)
- **Deux dimensions:**
 - Un effet purement démographique (fécondité, espérance de vie, migrations...)
 - Des changements dans les taux de participation.
- **L'évolution des taux de participation:**
 - L'impact de la conjoncture (un chômage anormalement élevé fait baisser le taux de participation: chômeurs découragés, étudiants poursuivant leurs études, seniors partant en retraite).
 - Des évolutions « sociologiques » tendanciennes (poursuite d'études longues, travail féminin, vieillissement et seniors découragés).
 - **Des différences structurelles importantes entre les pays en fonction notamment de l'organisation du système de retraite.**
- **Croissance tendancielle de la population active probablement proche de 0 dans les pays industrialisés sur les deux prochaines décennies:**
 - Mais interrogations sur les migrations.
 - **Dans tous les pays, des institutions de référence proposent des évaluations.**

La croissance tendancielle de la population active (2)

- **Le cas de la France:**

- Particulièrement bien analysé par l'INSEE et le COR (Conseil d'Orientation des Retraites).

5 Population active : scénario central et variantes démographiques



Source : projections de population active 2016-2070, Insee.

- **Une croissance tendancielle de la population active de +0.1% par an entre 2021 et 2040 (rapport COR juin 2021).**

Le taux de chômage structurel (1)

- **Les déterminants du chômage structurel.**
 - Le chômage « frictionnel » incompressible lié au temps nécessaire pour retrouver un emploi (en France environ 20% des salariés changent d'emploi chaque année). Difficile de passer sous les 4%...
 - Les imperfections du marché du travail.
- **Le chômage « volontaire ».**
 - Une protection sociale trop généreuse qui n'incite pas à reprendre un emploi.
 - **« trappe à pauvreté »: ce phénomène peut être durable pour les salariés les moins qualifiés.**
 - Mais les trappes à pauvreté peuvent aussi cacher du « chômage involontaire »: les salariés voudraient travailler temps plein et ne trouvent que du temps partiel mal rémunéré.
- **Le chômage « involontaire » lié à la rigidité des salaires.**
 - En principe, le chômage crée un mouvement de ralentissement des salaires et de désinflation, qui, **à terme**, résout le problème.
 - Mais problème du salaire minimum...
 -et du poids des « insiders » qui cherchent en moyenne sur un cycle économique à s'opposer à la modération salariale.

Le taux de chômage structurel (2)

- **Le salaire minimum.**

- Un obstacle aux créations d'emplois s'il est fixé trop haut.
- Mais d'autres avantages.... (moins un outil de redistribution qu'un outil de protection des salariés les moins qualifiés). **Voir le complément sur le NAIRU.**

- **Les « insiders » ayant un emploi.**

- Des « insiders » bien organisés peuvent limiter l'ajustement des salaires.
- A noter, l'effet sur l'emploi est assez subtil.... En période de ralentissement, ils peuvent accepter une modération salariale pour sauver leurs emplois. Mais dès que cela va mieux, ils vont privilégier la hausse des salaires aux embauches. Ce sont les variations du chômage plus que le niveau du chômage qui va alors jouer sur les salaires.
- Effet d'hystérésis: un choc négatif aura des effets durables. Cela rend le chômage structurel difficile à estimer. Sans chocs négatifs, on peut espérer revenir très progressivement à un taux de chômage faible avec une croissance modérée.
- Mais il y a malheureusement toujours des chocs, et donc en moyenne un chômage structurel!
- A noter: dans certains pays nordiques, les « insiders » ont souvent fait preuve d'altruisme... **Voir l'article du FT de septembre 2017.**

Le taux de chômage structurel (3)

- **Le rôle des coûts de licenciement (question largement débattue en France...).**
 - Quel impact sur les négociations salariales?
 - Ils renforcent les insiders....
 - Donc créateurs de chômage structurel dans un modèle à « insiders » (cf. le Royaume-Uni et les réformes Thatcher). Pas nécessairement autrement (cf. historiquement l'Allemagne).
 - Mais la question des coûts de licenciement en s'arrête pas à celle du chômage structurel. Coût de l'assurance et impact sur la productivité et les salaires à long terme?
 - La protection des salariés peut avoir des avantages – formation professionnelle - ou des inconvénients – faible motivation - en ce qui concerne la productivité.
- **Le rôle des gains de productivité.**
 - Importants dans une boucle prix-salaires traditionnelles:

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

$$\dot{p} = \mu \dot{w} + (1 - \mu) \dot{w}_{-1} - \pi$$

$$U^e = \frac{c - \pi}{\gamma}$$