

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- **Nous avons discuté pourquoi l'économie a du mal à se rééquilibrer après un choc de demande ou d'offre (« viscosité » des salaires et prix, délais d'ajustement des comportements).**
- **Les rigidités de l'économie réelle alimentent la volatilité rationnelle des marchés financiers, même quand ces derniers sont parfaitement efficients.**
- **Cette dynamique financière 100% rationnelle peut produire des mouvements étranges car elle fait jouer un rôle clef aux anticipations:**
 - Les chocs durables ou provisoire n'auront pas du tout les mêmes impacts. Un choc durable aura un impact mécanique sur les taux longs et le change et nécessitera moins des mouvements importants de taux courts.
 - Des chocs purement transitoires nécessiteront une gestion agressive des taux courts (cf. après l'attaque terroriste du 11 septembre 2001).
 - La « forward guidance » est une façon d'essayer de convaincre les marchés qu'un choc est durable...

Rigidités réelles et volatilité des variables financières (2)

- **Mais attention toutes la volatilité des marchés ne vient pas de « chocs réels » (offre et demande) amplifiés par les rigidités de l'économie réelle!**
- **Il ne suffit pas d'avoir raison sur l'économie réelle pour investir correctement....**
- **« Irrationalité » de certains investisseurs:**
 - Sur les fondamentaux: voir les prévisions de profits faites en 2000 pour certaines valeurs de la « nouvelle économie », Tesla aujourd'hui?
 - Ou pire tendance à l'extrapolation mécanique des tendances...
- **La question à un milliard de dollars (voire plus...) du rôle des primes de risque!**
 - Les primes de risque « spot » (celles du CAPM: i.e. excess return à court terme) varient beaucoup. **Il y a parfois des ruptures structurelles.**
 - Cela crée des chocs sur les marchés tout à fait rationnels, amplifiés par les rigidités de court terme de l'économie réelle (car l'économie réelle doit en principe aussi s'ajuster aux chocs de primes de risque: par exemple, la baisse du coût du capital doit induire une baisse des profits, cf. la discussion de l'article d'Artus).
 - Mais les marchés sont-ils efficaces dans le pricing du risque?? A-t-on juste la volatilité que l'on devrait avoir compte-tenu de la volatilité des primes de risque « spot »?

Rigidités réelles et volatilité des variables financières (2bis)

- La question à un milliard de dollars (voire plus...) du rôle des primes de risque!
 - Mais les marchés sont-ils efficaces dans le pricing du risque?? A-t-on juste la volatilité que l'on devrait avoir compte-tenu de la volatilité des primes de risque « spot »?

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

$$P = \sum_{i=1}^{+\infty} VAD_i = \sum_{i=1}^{+\infty} \left(\frac{D_i^a}{(1+r_i)^i (1+pr)^i} \right)$$

$$e = e^{lt} \frac{(1+r_i)^i}{(1+r_i^*)^i (1+pr)^i}$$

Rigidités réelles et volatilité des variables financières (3)

- **Question complexe!**
- **Il y a un problème majeur d'asymétrie d'information rarement souligné: les primes de risque « spot » ne sont pas connues.**
- **Deux conséquences:**
 - Il est difficile pour les entreprises d'évaluer la prime de risque exigée par les actionnaires et donc le coût du capital. Quand les cours de bourse montent, cela veut-il dire que la prime de risque a baissé et qu'il faut investir plus? Ou cela veut-il dire que les actionnaires sont très (peut-être trop) optimistes sur les profits?
 - Les « **fondamentalistes purs** » doivent aussi anticiper les primes de risque futures (point important sur lequel nous avons insisté pour tous les modèles de valorisation). Ils peuvent se tromper sur les valorisations. Capitulation, rôle des chartistes et des contrarian, volatilité et marchés malsains...

Sujets complexes abordés dans **A guide to understand and trade the US Treasuries yield curve** (sur mon site).

- **Pas de question à l'examen sur cette problématique! Nous oublierons cette question des asymétries d'information et supposerons pour l'essentiel que nous sommes sur des marchés sains qui font correctement leur travail de pricing.... J'y reviendrai à la fin du cours en précisant mes attentes pour l'examen.**

La prévision économique à court terme (1)

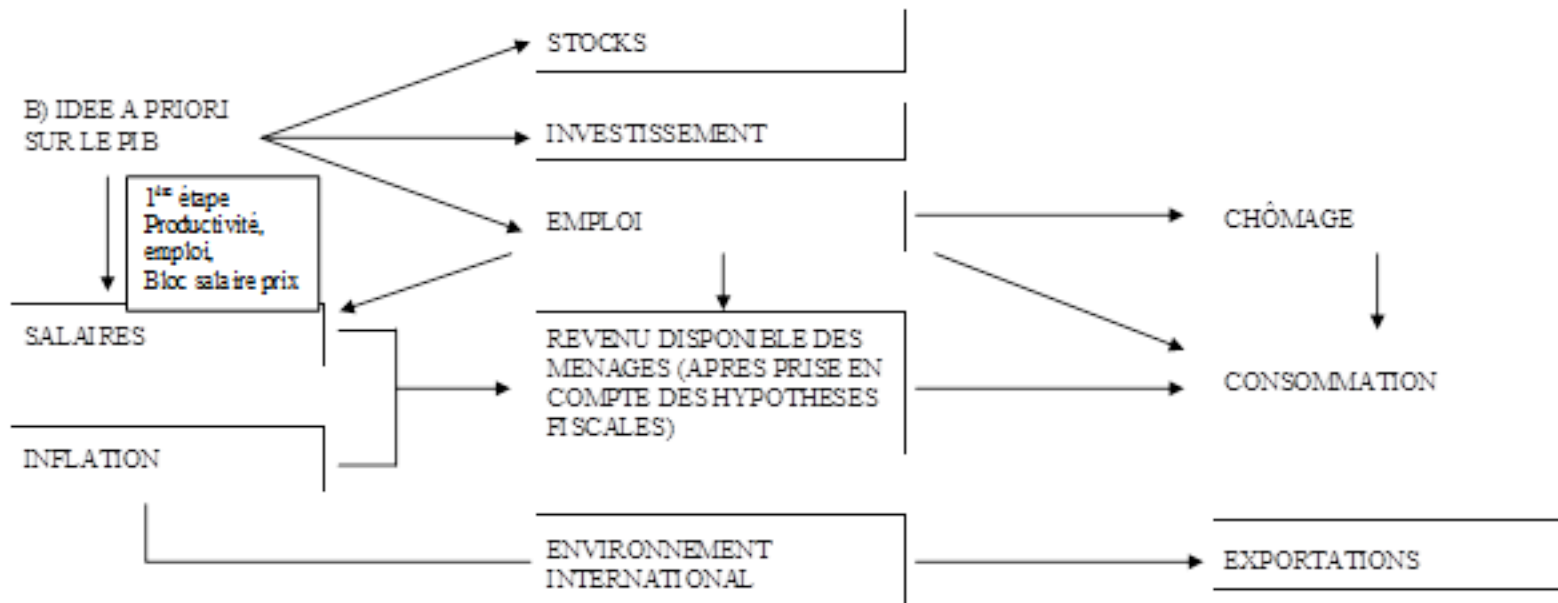
- Il ne suffit pas d'avoir raison sur l'économie réelle pour investir correctement....
- Mais ne pas trop se tromper sur les tendances macroéconomiques à court terme (croissance, inflation) et sur les réactions des banques centrales aux nouvelles économiques reste la chose la plus importante pour la plupart des gestionnaires diversifiés.
- **Exercice difficile pour trois raisons:**
 - Connaissance imparfaite des comportements des différents agents.
 - Chocs difficiles à prévoir (chocs politiques – 11/09, guerres commerciales – ou économiques – crise financière, forte variation du prix du pétrole, voire sanitaires - pandémies...).
 - Complexité du système simultané d'équations que le prévisionniste doit résoudre! Tout semble interdépendant (les prix dépendent de la croissance, mais la consommation des ménages dépend des prix, or la croissance à court terme dépend en grande partie du dynamisme de la consommation...).
- **La deuxième difficulté est généralement la plus grave.**
 - Les consommateurs et les entreprises ne font pas n'importe quoi... Les comportements économique à court terme ne sont pas si difficiles à anticiper...
 - Les économistes ont des recettes pour gérer ce système simultané d'équations...

La prévision économique à court terme (2)

La relative déconnexion entre les évolutions réelles et nominales due à la « viscosité » des prix facilite beaucoup le processus de prévisions car le prévisionniste peut examiner les deux blocs « réels » et « nominaux » de façon séquentielle plutôt que simultanée.

ETAPES D'UNE PREVISION MACROECONOMIQUE

A) ETUDE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL (Demande mondiale, prix des concurrents et des matières premières, taux de change)

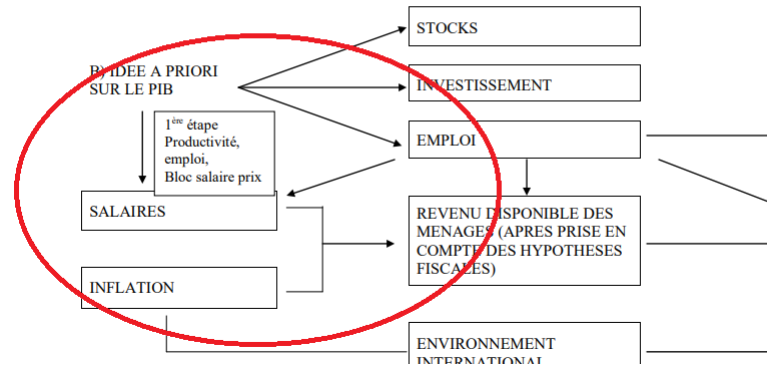


C) $PI.B. = CONSOMMATION + INVESTISSEMENT + VARIATIONS DE STOCKS + EXPORTATIONS - IMPORTATIONS$

La dynamique de court terme des prix et des salaires (1)

ÉTAPES D'UNE PREVISION MACROECONOMIQUE

A) ETUDE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL (Demande mondiale, prix des concurrents et de

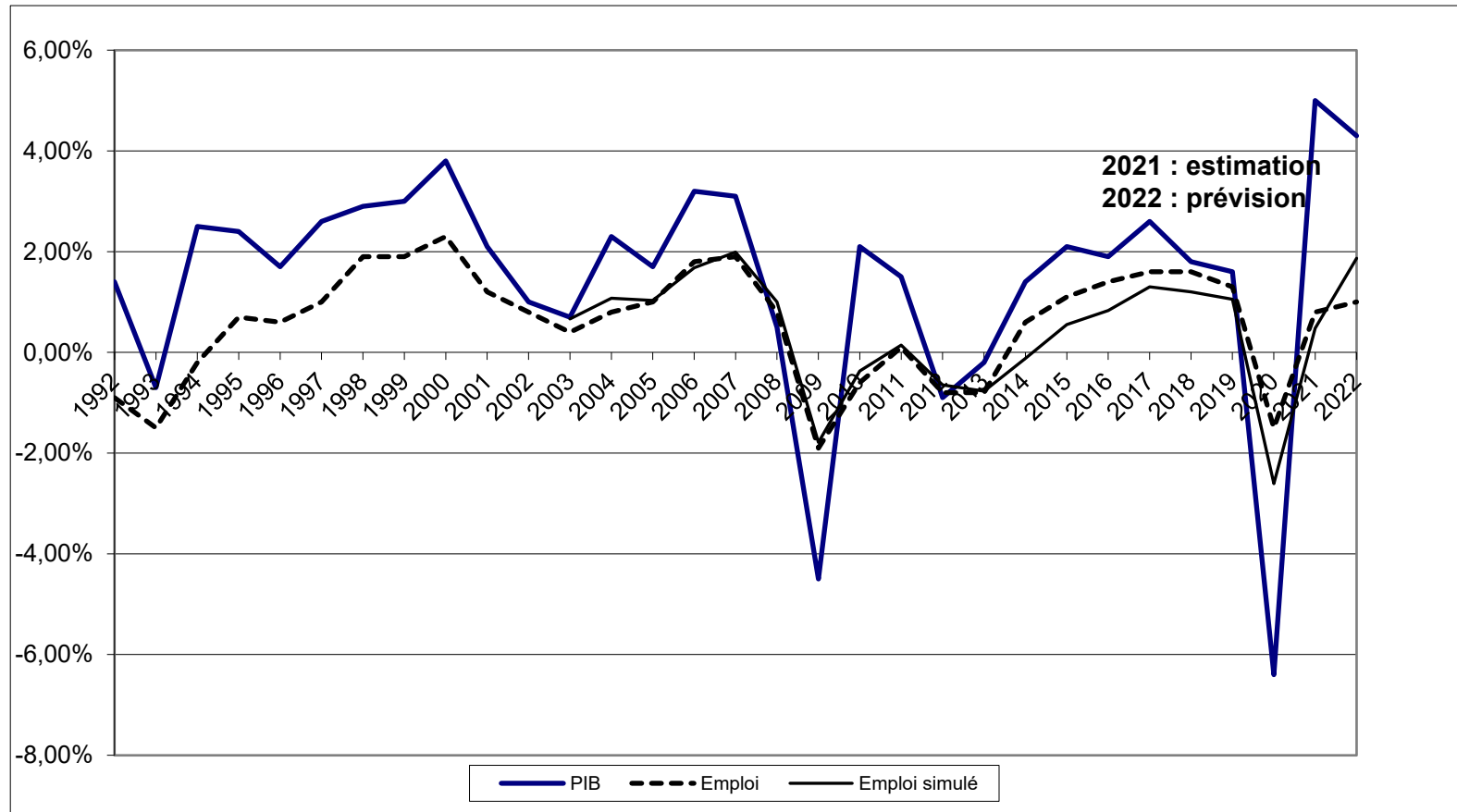


- Les salaires ont une tendance assez stable...
- Mais pour anticiper finement d'éventuelles inflexions, il faut prévoir l'emploi et le chômage (rappel: le terme « variation du chômage » joue un rôle important dans les pays avec des « insiders » bien organisés).

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

- Quelles créations d'emplois et quel chômage en 2022?
 - Tendence longue des gains de productivité un peu inférieure à 1% en zone euro.
 - Mais, une notion clef, celle de « cycle de productivité »: l'emploi s'ajuste avec retard avec l'activité.

La dynamique de court terme des prix et des salaires (2)



■ Quelles créations d'emplois en 2022?

- En 2021, les créations d'emploi ont été assez modérées en dépit de la forte croissance. Deux raisons: le cycle de productivité et les sureffectifs de 2020 encouragés par les aides au chômage partiel.
- Mais avec une nouvelle année de forte croissance en 2022, les créations d'emplois devraient être spectaculaires!
- La CE paraît trop prudente en matière d'emploi comme de chômage.

La dynamique de court terme des prix et des salaires (3)

■ Quelle évolution des salaires?

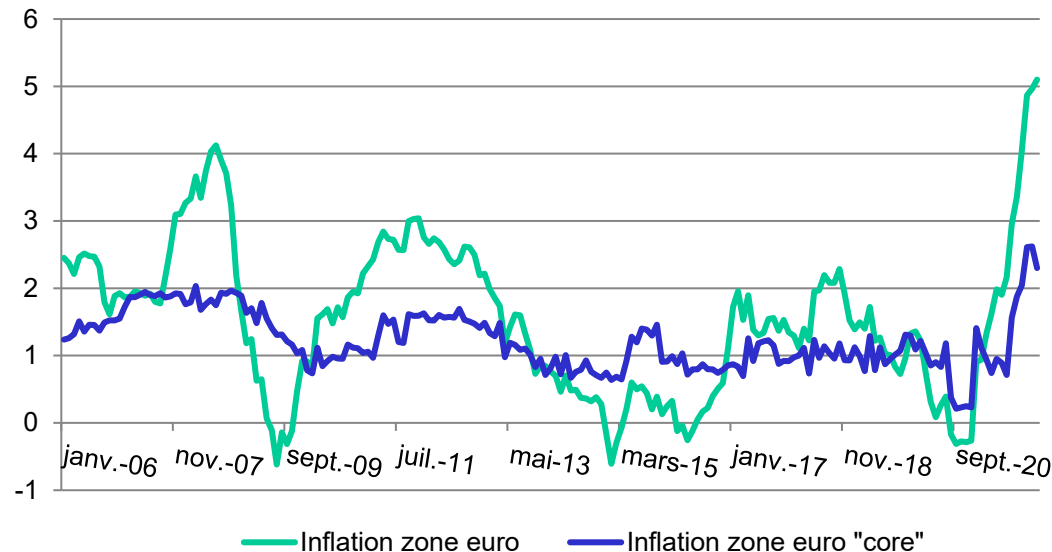
- En principe, tout va dans le sens de hausses de salaires soutenues. Hausse des prix en 2021 (effet retard) + hausse des prix attendue en 2022 + créations d'emplois (+ niveau du chômage dans certains pays).

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

- Mais en matière de salaires, les inflexions sont rarement brutales (sauf crise sociale).
- Les salaires pourraient cependant s'accélérer un peu plus que ce que prévoit la CE. .

■ Quelle évolution des prix?

- Comme déjà indiqué, les prévisionnistes se trompent assez peu sur l'inflation sous-jacente. La dérivée est stable! Longs mouvements de lente accélération ou décélération...



La dynamique de court terme des prix et des salaires (4)

■ Quelle évolution des prix?

- En général, l'inflation suit avec retard les salaires corrigés de la productivité tendancielle.

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

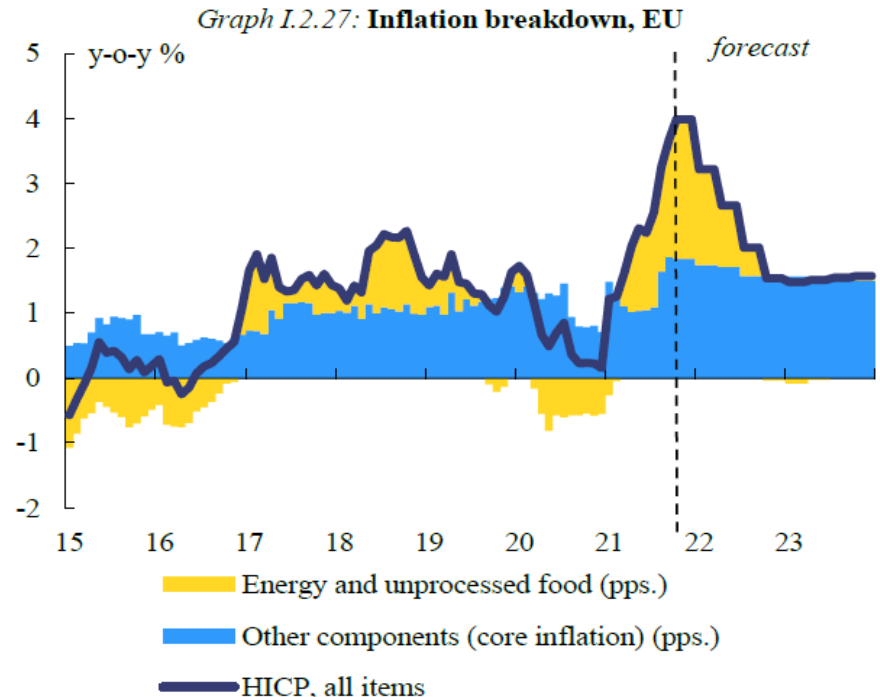
- Avec un effet change et matières premières qui n'est généralement pas massif.
- Les pros (INSEE, Bercy...) suivent cela de façon très efficace à un niveau détaillé.

■ Mais les années 2021-2022 font exception, et l'année 2022 est très incertaine!

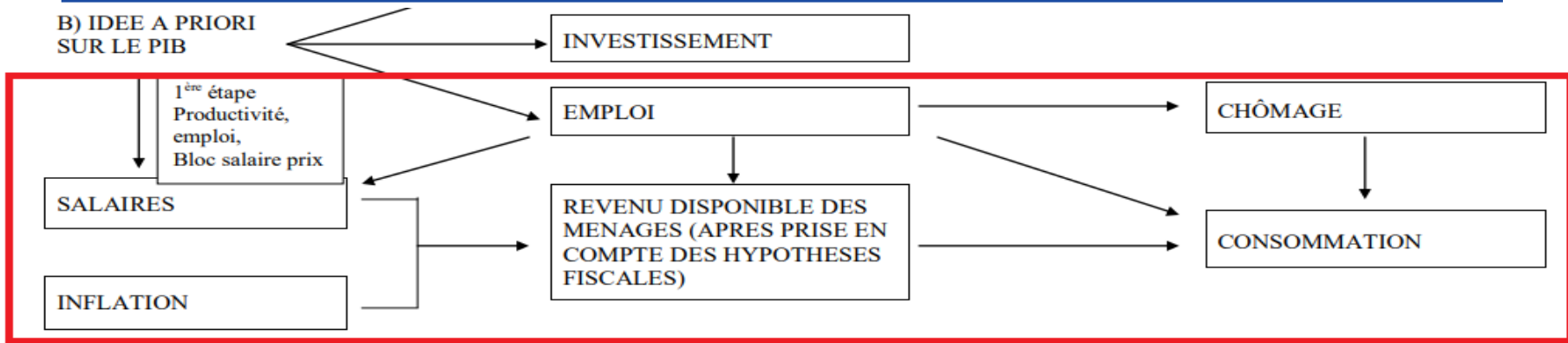
- Forte accélération (+2,3% en janvier 2022) liée aux effets indirects de la hausse du prix de l'énergie et à la forte demande internationale centrée sur certains biens (en particulier les microprocesseurs).

– Les prévisions de novembre de la CE sont déjà totalement dépassées. Les pressions sur la « supply-chain » devraient s'atténuer en cours d'année mais toutes les hausses de 2021 n'ont pas été encore répercutées.

– Inflation sous-jacente autour de 2,5% et inflation totale autour de 3%?



La consommation des ménages (1)



Ses déterminants:

- Revenus avec des décalages.
- La confiance.
- De façon plus mineure, selon les pays, un effet richesse (à court terme, car ce n'est pas toujours très rationnel de consommer ses plus-values immobilières quand on doit se loger...).

Quelle confiance??

$$\frac{\Delta C}{C} = \alpha \frac{\Delta R}{R} + (1 - \alpha) \left(\frac{\Delta R}{R} \right)_{-1} + \gamma \left(\frac{\Delta E}{E} - \left(\frac{\Delta E}{E} \right)_{-1} \right)$$

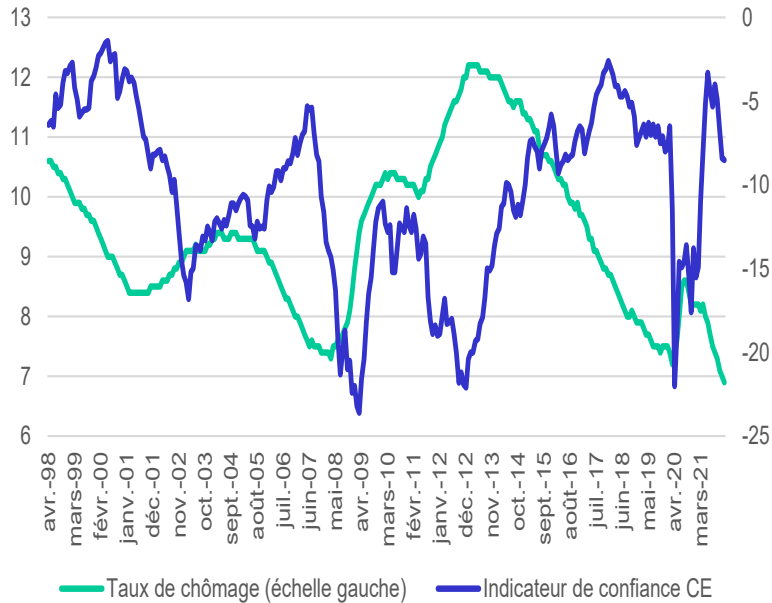
- La croissance de la consommation dépend de la variation de la confiance...
- La confiance dépend de la variation de l'emploi (ou du chômage)...
- **La variation de la confiance dépend de la dérive seconde de l'emploi...**

Le rôle de l'emploi.

- La croissance de la consommation dépend donc à la fois de la croissance de l'emploi (effet revenu un peu décalé)....
- ... et de la dérivée seconde de l'emploi (effet confiance).

La consommation des ménages: la confiance (2)

- De quoi dépend la confiance, niveau ou dérivée de l'emploi? Cela devrait être clair....

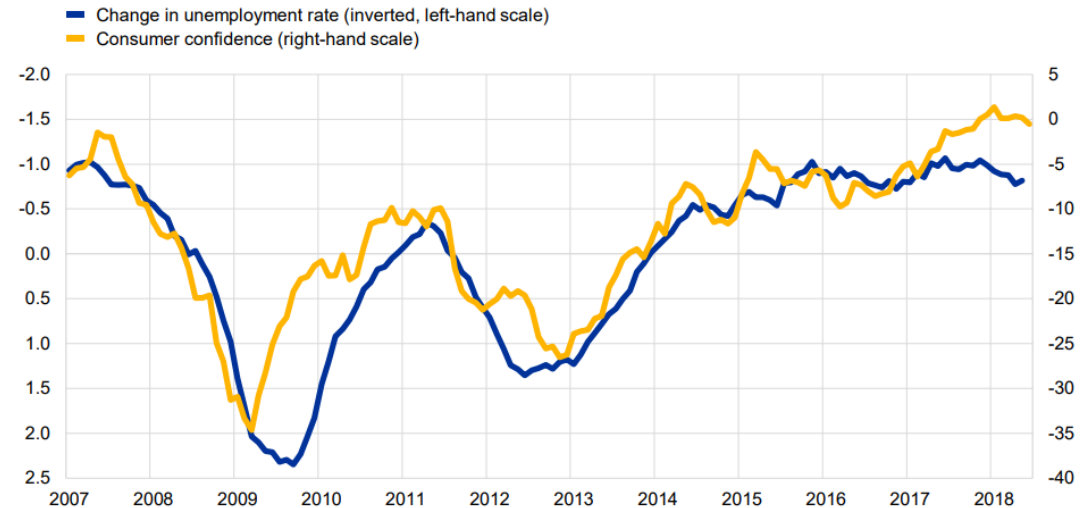


Looking forward, as labour markets continue to improve, consumer confidence should remain elevated and private consumption should rise further (see Chart 21).

Chart 21

Change in unemployment rate and consumer confidence

(left-hand scale: annual percentage point differences, right-hand scale: net percentage balances)



M. Dossche, Forsells, M., Rossi, L., and G. Stoevsky (2018). 'Private consumption and its drivers in the current economic expansion'. ECB Economic Bulletin 5

La consommation des ménages (2bis)

- De quoi dépend la confiance, niveau ou dérivée de l'emploi? cela devrait être clair....
- Et pourtant, c'est une des causes d'erreur les plus fréquentes dans les prévisions.

Looking forward, as labour markets continue to improve, consumer confidence should remain elevated and private consumption should rise further (see Chart 21).
- Voir par exemple le pessimisme exagéré en sortie de récession lors de la grande crise de 2009.

| Novembre 2018 | 2009 | 2010 |
|----------------------------|------|------|
| PIB (11) | -4,5 | 2,1 |
| Demande intérieure finale | -2,6 | 0,6 |
| Consommation privée (6bis) | -1,1 | 0,8 |

| | Compte des ménages | |
|---------------------|--------------------|------|
| | 2009 | 2010 |
| RDB réel (5) | -0,3 | -0,4 |
| Emploi (2) | -2,1 | -0,8 |
| Salaire réel | 1,5 | 0,6 |
| Taux d'épargne (6) | 14,4 | 13,2 |
| Taux de chômage (3) | 9,6 | 10,2 |