

Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- Nous regardons comment faire une prévision à court terme en examinant les prévisions réalisées pour la zone euro par la Commission Européenne.
- Nous avons déjà examiné le bloc «emploi-salaires-prix » et nous examinons les perspectives concernant la consommation des ménages.
- De quoi dépend la confiance, niveau ou dérivée de l'emploi? cela devrait être clair.... Et pourtant, 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

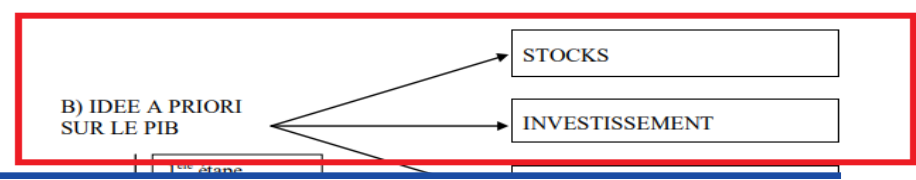
La consommation des ménages (3)

- **La croissance des revenus des ménages en 2022.**
 - Une croissance des revenus salariaux (emploi, salaires réels en dépit de l'inflation)...
 - ... Mais un recul des aides publiques et une réduction sensible des déficits publics.

	Compte des ménages								
	2018	2019	2020	2021	2022				
RDB réel (5)	2,0	1,8	0,2	1,2	1,2	1,6			
Emploi (2)	1,6	1,3	-1,5	0,8	1,0	1,6	Probablement beaucoup trop pessimiste.		
Salaire réel	0,3	1,0	0,3	0,2	0,7	0,5			
Taux d'épargne (6)	12,5	12,9	19,7	18,1	14,5	13,5	Baisse historique du taux d'épargne si pas de nouveau variant?		
Taux de chômage (3)	8,2	7,6	7,9	7,9	7,5	6,5	Déjà seulement 7% en décembre...		
Solde des administrations (% du PIB)	-0,4	-0,6	-7,2	-7,1	-3,9				
Solde structurel des adm. (% du PIB)	-0,9	-1,2	-3,6	-5,7	-3,9				
	Compte prix-coûts								
	2018	2019	2020	2021	2022				
Prix à la consommation (4)	1,8	1,2	0,3	2,4	2,2	2,7	Incertitudes sur le prix de l'énergie...		
Prix hors énergie et alimentation	1,0	1,0	0,7	1,5	1,9	2,5	2,3% en janvier 2022 et des hausses de prix dans les tuyaux...		
Salaire nominal (3)	2,1	2,2	0,6	2,6	2,9	3,2	Configuration historique favorable aux hausses de salaire...		
Productivité (1)	0,2	0,3	-4,9	4,2	3,3				
Coûts salariaux unitaires	1,9	1,9	5,5	-1,6	-0,4				
Prix du pétrole (brent, \$/baril) (0)	71,6	64,1	43,3	71,6	78,9				
\$/€	1,18	1,12	1,14	1,19	1,16				

- **La consommation des ménages en 2022.**
 - Si pas d'épargne forcée (confinement), aucune raison d'avoir un taux d'épargne aussi haut que celui prévu par la CE en 2022!
 - Possibilité d'excellentes surprises (taux d'épargne bas avec le retour de la confiance et dépense de l'épargne forcée depuis 2020).

L'investissement (1)



- L'investissement en logement des ménages: poursuite d'une croissance forte.
- L'investissement des entreprises: le poste le plus difficile à prévoir (même sans COVID...)!
- L'effet accélérateur: pour produire, il faut beaucoup de capital!

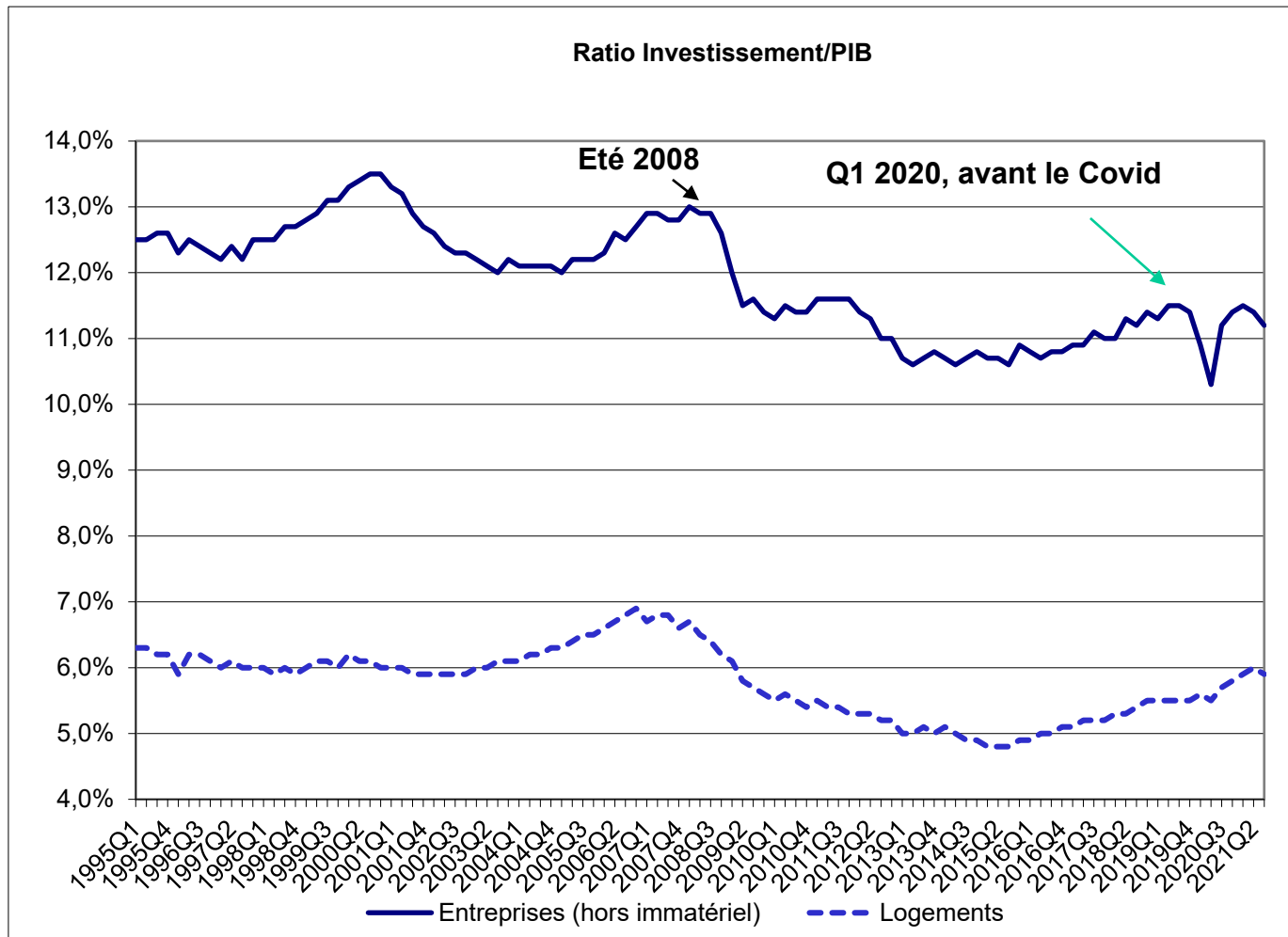
$$K = \lambda Q$$

- Avec λ de l'ordre de 2, dépend des techniques de production et notamment, à long terme, du coût du capital.
- Grande instabilité potentielle de la conjoncture : si on a un choc positif de 100 sur la production, il va falloir investir 200 pour stabiliser le ratio capital/production.
- Mais le choc de demande induit dans le secteur des biens d'équipement conduit à un investissement supplémentaire de 400 dans ce secteur pour faire face à cette nouvelle demande, etc....
- « Effet accélérateur » : **l'investissement amplifie considérablement pendant quelques années les chocs provenant des autres postes de la de demande.**

$$I = \delta K + \lambda \Delta Q \qquad \frac{I}{Q} = \delta \lambda + \lambda \dot{Q}$$

- Où δ est le taux de dépréciation du capital.

- La puissance de l'effet accélérateur: impact de la faible croissance après la crise financière 2008-2009.

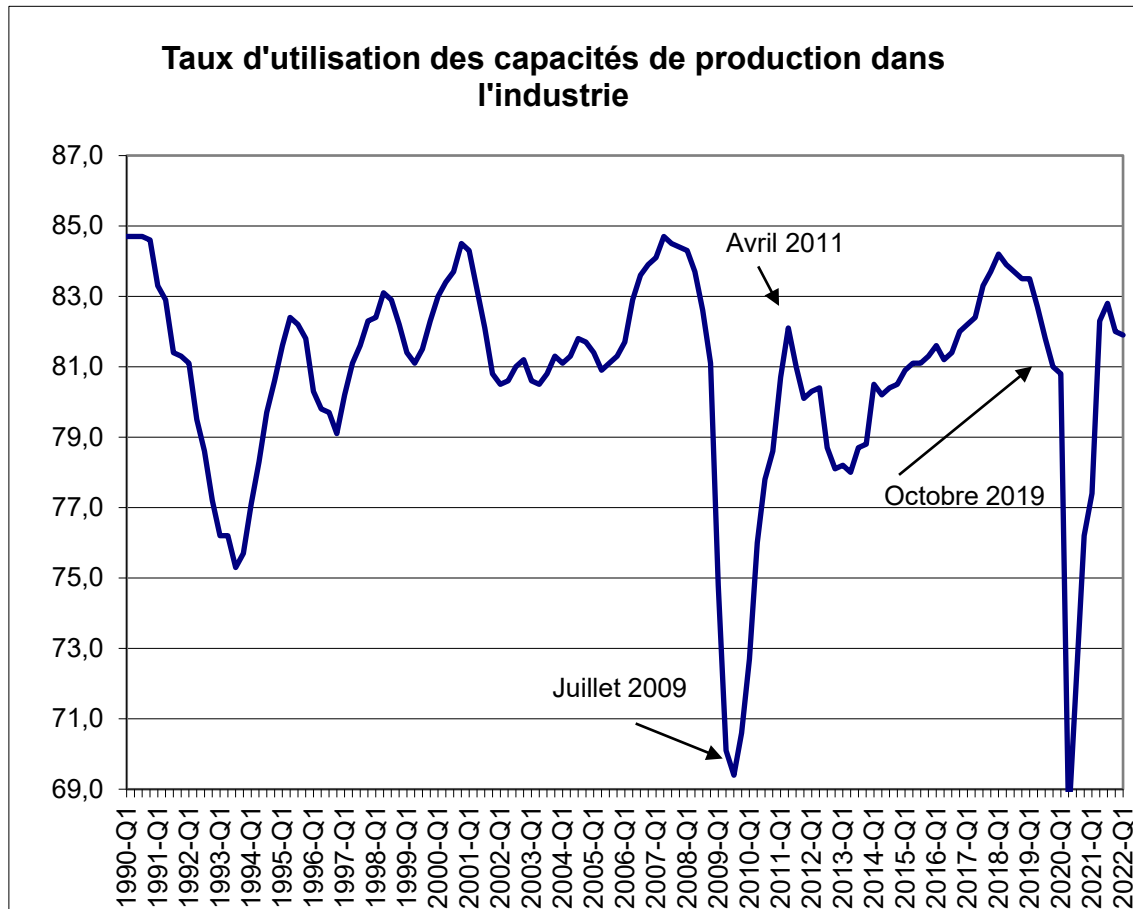


L'investissement (3)

$$I = \delta K + \lambda \Delta Q$$

$$\frac{I}{Q} = \delta \lambda + \lambda \dot{Q}$$

- Mais heureusement si ces relations sont inconfournables à moyen terme, elles ne s'imposent pas strictement à court terme.
- Le taux d'utilisation des capacités de production peut varier sensiblement.



L'investissement (4)

- **Quelle croissance de l'investissement en 2022?**

- **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 pour toutes les entreprises**).
- 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.**

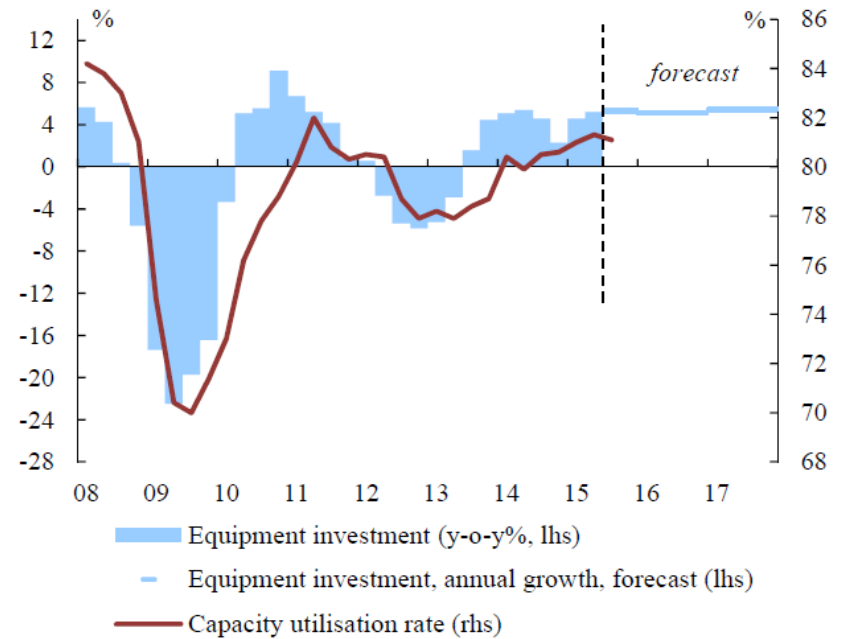
- Retour des dérivées secondes...
- La croissance de l'investissement peut ainsi être forte simplement parce que l'année est moins catastrophique que l'année précédente (voir à nouveau l'année 2010).

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

L'investissement (4bis)

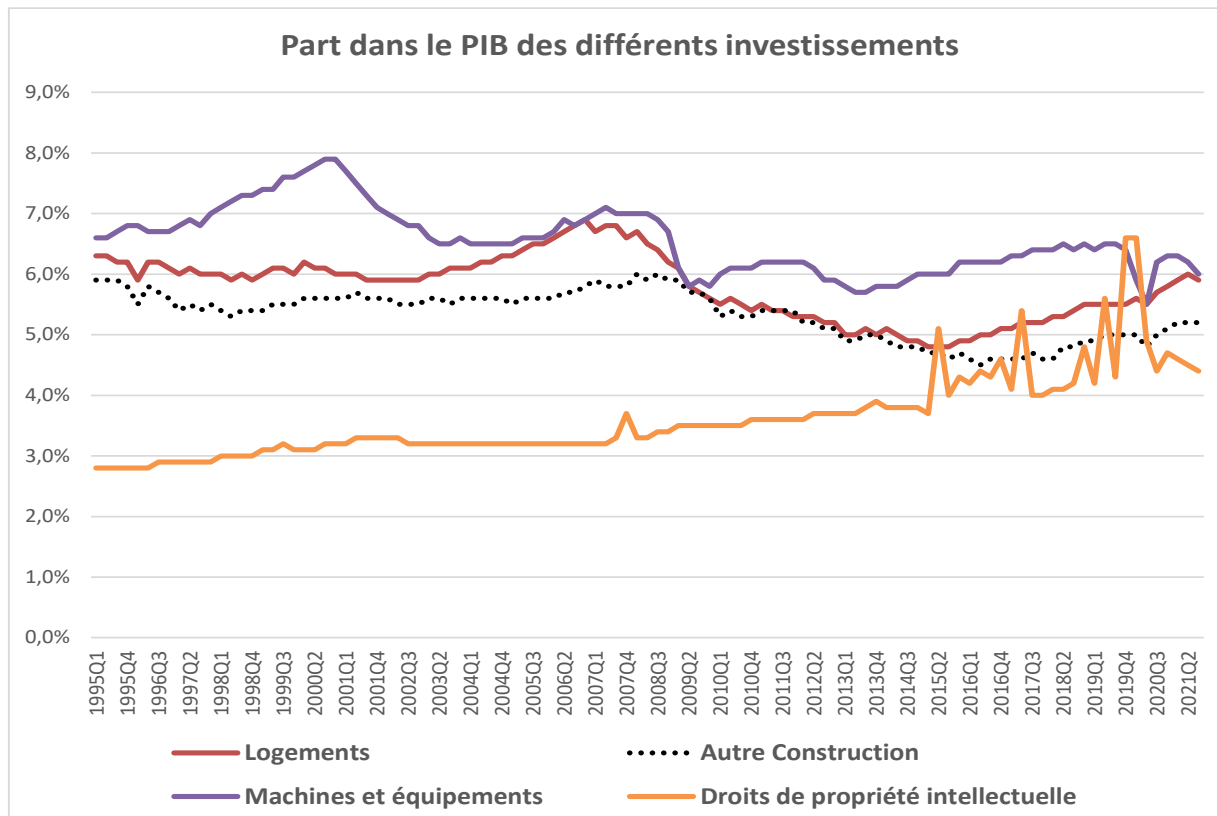
Le lien subtil entre croissance de l'investissement et niveau des capacités de production illustré par un graphique tiré des prévisions de novembre 2015

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



L'investissement (5)

- **En 2022, the « roaring twenties »?**
 - Niveau assez élevé (croissance forte, TUC un peu au-dessus de sa moyenne historique, vision à moyen terme peut-être positive si la fin de l'épidémie se confirme...).
 - Et déterminants fondamentaux meilleurs qu'en 2021. 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

	2020			Annual percentage change						
	bn EUR	Curr. prices	% GDP	02-17	2018	2019	2020	2021	2022	2023
GDP	372.9	100.0		4.2	9.0	4.9	5.9	14.6	5.1	4.1
Private Consumption	93.4	25.1		2.3	3.7	3.2	-11.1	7.4	6.7	4.8
Public Consumption	47.2	12.6		2.1	5.3	6.8	9.4	4.2	0.0	-3.9
Gross fixed capital formation	147.9	39.7		6.9	-8.9	99.5	-22.9	-31.8	4.1	5.4
of which: equipment	17.8	4.8		7.7	19.1	-5.8	-28.3	15.2	10.3	7.4
Exports (goods and services)	488.9	131.1		6.6	11.5	10.4	9.5	15.2	5.9	5.1
Imports (goods and services)	405.8	108.8		6.0	3.3	41.7	-7.4	-4.5	5.8	5.0
GNI (GDP deflator)	283.4	76.0		3.8	8.0	3.2	4.0	15.5	3.8	4.1
Contribution to GDP growth:		Domestic demand		3.1	-1.1	29.9	-14.4	-10.3	2.6	2.1
		Inventories		0.2	-1.1	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0
		Net exports		1.7	10.7	-26.5	21.4	24.8	2.5	2.0
Employment				1.3	3.2	2.9	-1.5	3.0	1.7	1.7
Unemployment rate (a)				9.0	5.8	5.0	5.7	7.5	6.8	6.2
Compensation of employees / head				2.5	2.5	3.4	2.4	4.2	5.0	6.1
Unit labour costs whole economy				-0.4	-3.0	1.4	-4.7	-6.3	1.6	3.7
Real unit labour cost				-1.8	-3.7	-2.8	-3.5	-6.1	-0.4	2.2
Saving rate of households (b)				10.0	11.6	12.2	25.2	18.5	14.6	13.9
GDP deflator				1.4	0.7	4.2	-1.2	-0.2	2.0	1.4
Harmonised index of consumer prices				1.4	0.7	0.9	-0.5	2.3	3.1	1.5
Terms of trade goods				-0.1	-6.4	4.9	-1.8	-1.6	-0.5	-0.1
Trade balance (goods) (c)				24.3	33.6	33.1	38.9	40.0	39.8	39.6
Current-account balance (c)				-1.8	6.0	-11.3	-2.8	15.4	14.4	14.6
Net lending (+) or borrowing (-) vis-a-vis ROW (c)				-2.6	-9.9	-21.2	-6.9	11.1	9.9	9.9
General government balance (c)				-5.2	0.1	0.5	-4.9	-3.2	-1.7	-0.3
Cyclically-adjusted budget balance (d)				-5.2	0.0	2.3	-2.4	-4.7	-3.1	-1.2
Structural budget balance (d)				-3.0	0.0	2.3	-2.4	-4.7	-3.1	-1.2
General government gross debt (c)				64.1	63.1	57.2	58.4	55.6	52.3	51.1

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 2022?**

- 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...

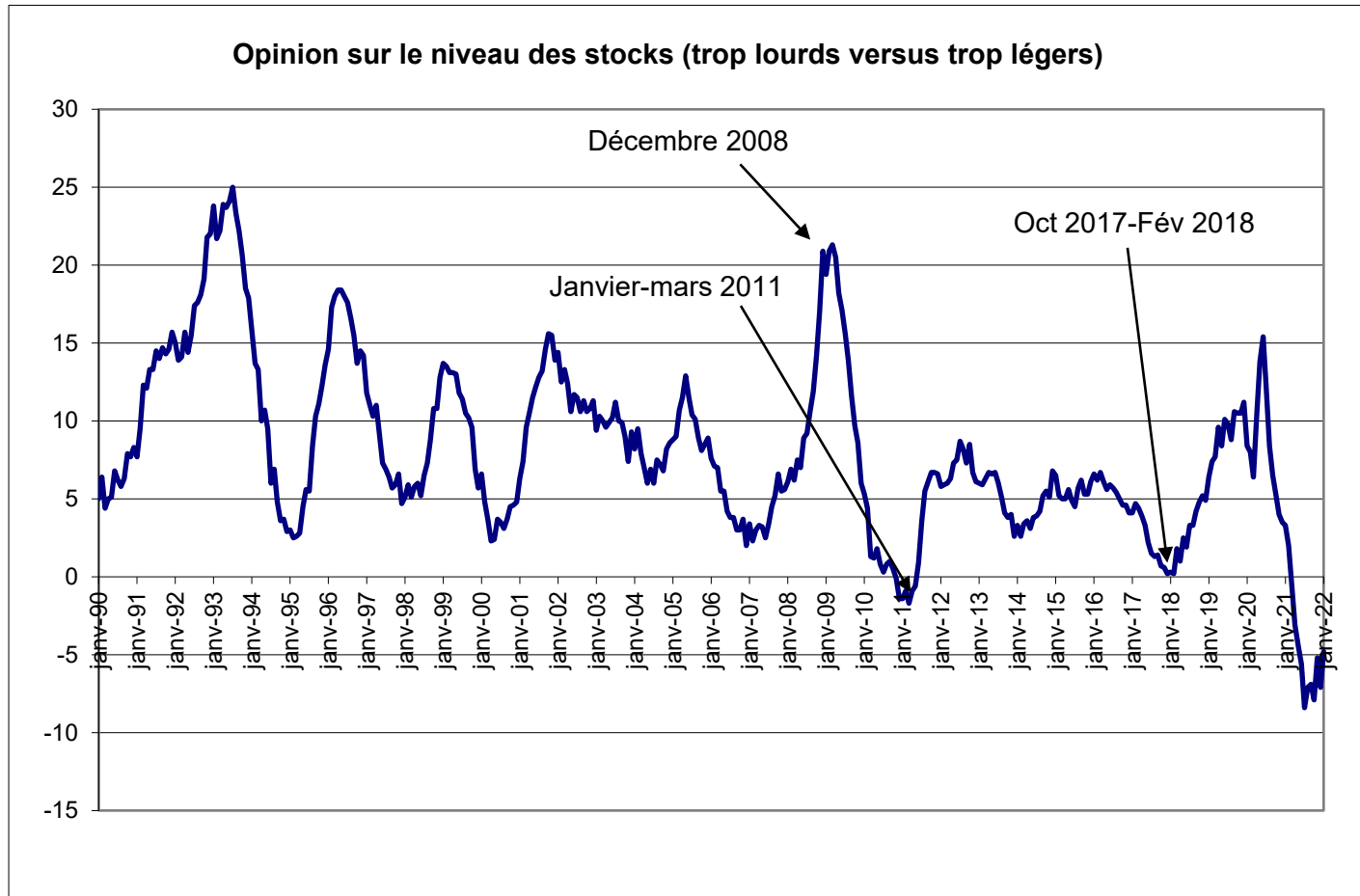
- Si on déstocke une année donnée, le fait même d'arrêter de déstocker va faire progresser le PIB

- 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)

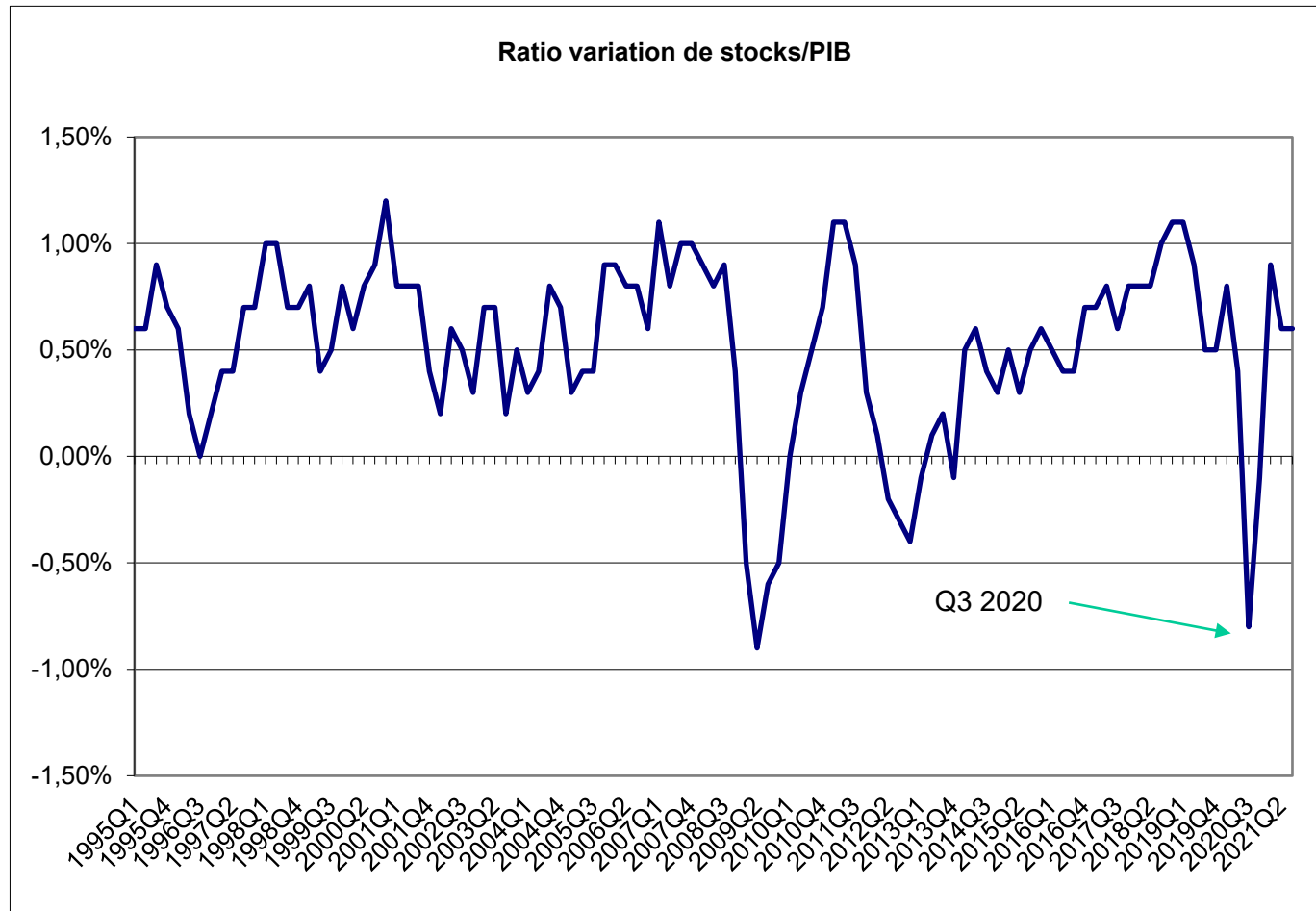
- D'après les enquêtes de conjoncture, les stocks seraient à un niveau historiquement bas!



- **Stockage historique en 2022.**
 - Stocks très bas en début d'année.
 - Forte croissance attendue.

Les stocks (3)

- Mais, malheureusement grosse incertitude sur le stockage 2021, modéré d'après les comptes trimestriels en dépit d'un manque de stock historique d'après les enquêtes.

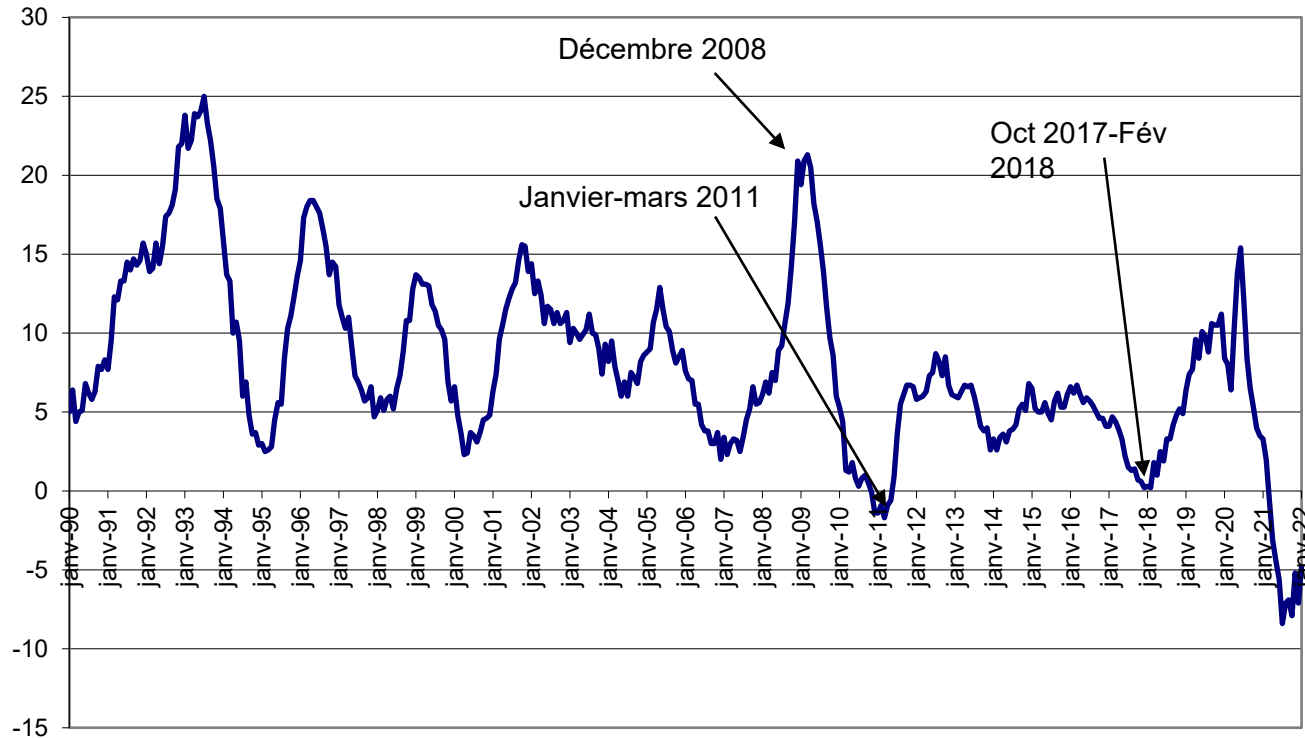


- Contribution significativement positive des stocks à la croissance 2022, mais ampleur incertaine.

Les stocks (4)

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

Opinion sur le niveau des stocks (trop lourds versus trop légers)



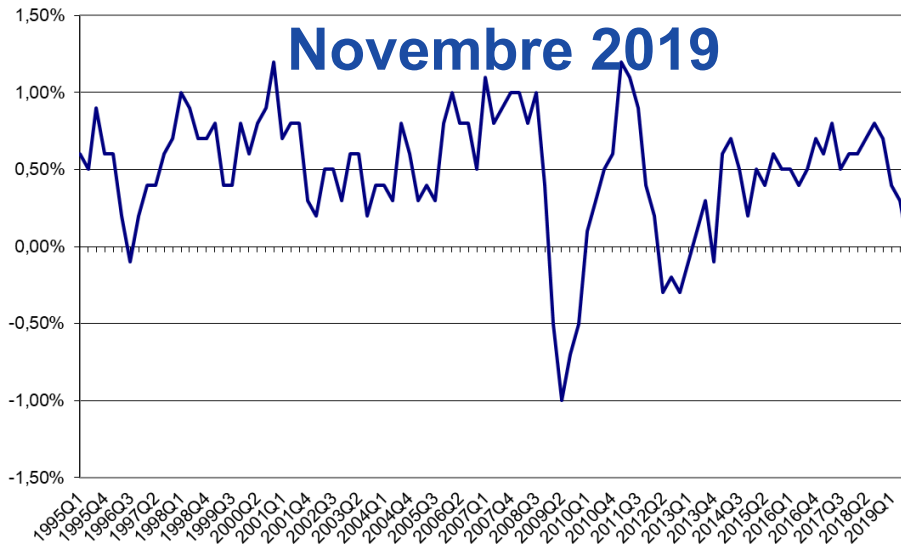
- **Que conclure quand les entreprises disent que les stocks sont trop lourds?**
 - Déstockage en cours... Pas très bon pour le niveau d'activité à très court terme.
 - Mais potentiel de rebond!
 - Ces enquêtes annoncent souvent le creux de la récession (début 1993, début 2009).
 - Stockage en cours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

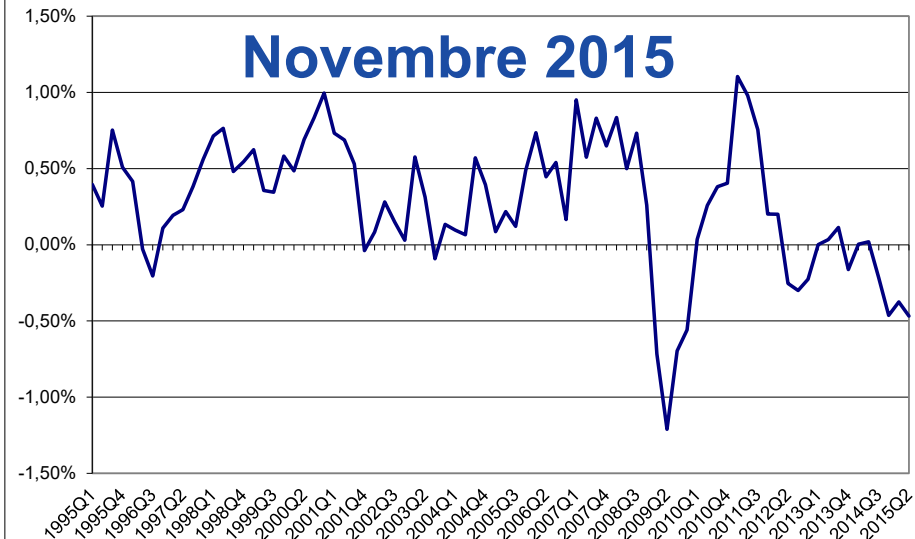
Ratio variation de stocks/PIB

Novembre 2019



Ratio variation de stocks/PIB

Novembre 2015



- **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. Rien de bien notable attendu en principe en 2022.**

Le PIB

ENVIRONNEMENT
INTERNATIONAL

EXPORTATIONS

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

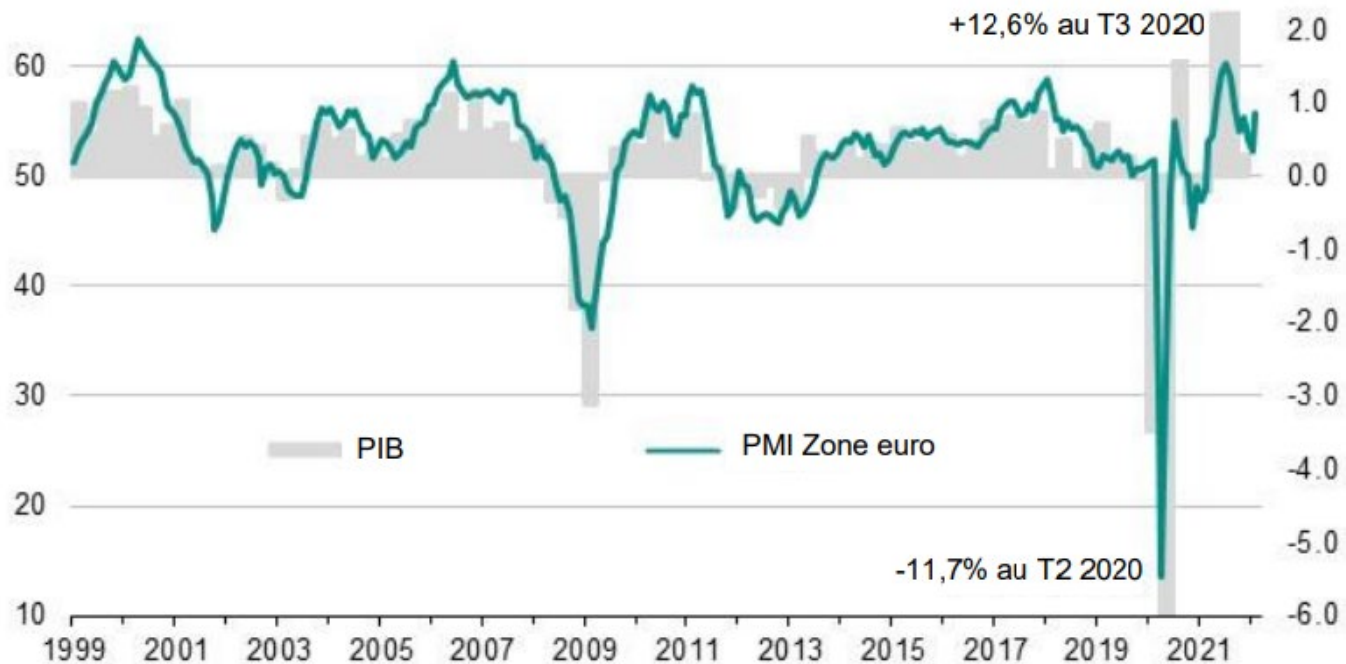
IMPORTATIONS

Faiblesse au 1^{er} trimestre (impact d'Omicron dans les services), mais ré-accélération spectaculaire ensuite (si pas de nouveau variant...). Pas de raison – hormis le prix de l'énergie que le PIB à la fin de l'année soit inférieur à ce qu'il aurait été sans épidémie.

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

PMI IHS Markit Composite pour la zone euro

PIB de la zone euro, variation trim. %



Sources: IHS Markit, Eurostat.