Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

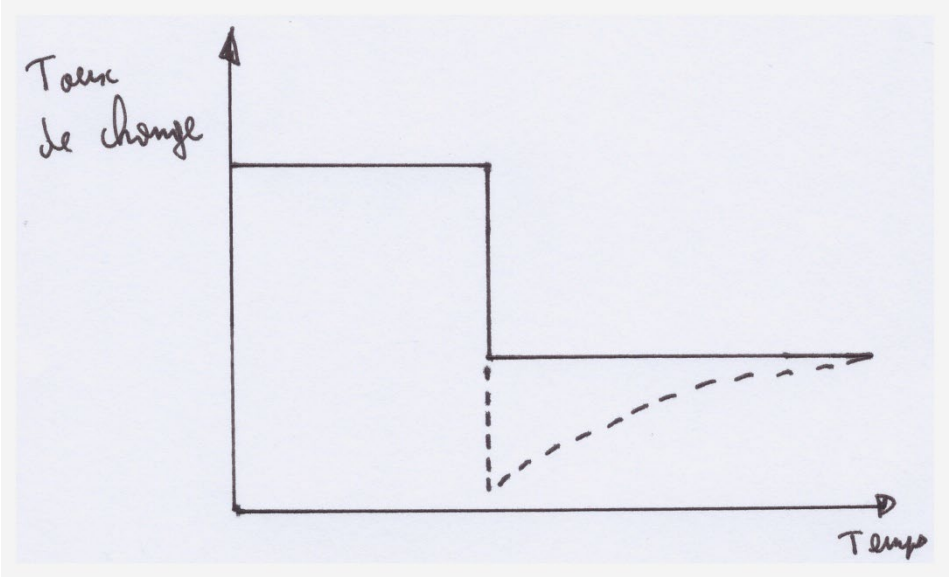
Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- Les besoins en analyse économique de l'approche « fondamentaliste (pure) ».
- Le cas des taux de change.
- Deux idées fondamentales pour le « fondamentaliste pur »:
  - **Il existe un taux de change d'équilibre à long terme**. Mais les forces de rappel ne sont pas puissantes et on peut s'en éloigner (on y reviendra).
  - Une devise avec des taux d'intérêt plus élevés, **après prise en compte des primes de risque**, sera surévaluée (l'inverse pour une devise avec des taux d'intérêt bas).
  - De combien? **la perte de change attendue à long terme doit être juste compensée par la rémunération supplémentaire attendue du côté des taux d'intérêt.**

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (8)

- **Pourquoi parle-t-on de modèle d'overshooting** (surajustement)?
  - Parce que Dornbusch, le premier économiste à comprendre dans les années 70 ces points fondamentaux, a (malheureusement) transformé son modèle en un modèle monétaire et l'a comparé aux modèles prévalant avant lui…
  - Modèle monétaire: Dornbusch a utilisé la relation théorique unissant taux d'intérêt courts et masse monétaire pour mettre dans le modèle non pas les taux d'intérêt, mais la masse monétaire.
  - Ce qui se passe sur le change si on augmente la masse monétaire:



_____ : ce que l'on croyait avant (hausse des prix et baisse du change immédiate)

- - - - - - - - - : ce qu'a expliqué Dornbusch (baisse du change encore plus forte, car les taux d'intérêt baissent).

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (9)

- **Dornbusch a été le premier à identifier une des causes de l'instabilité des taux de change.**
  - Les écarts de taux d'intérêt se cumulent…
  - …si un pays baisse ses taux d'intérêt 1% sous ceux des autres pays pendant 5 ans, il est normal que sa devise chute de 5% (mécanisme d'arbitrage), voire plus si l'inflation s'accélère.
- **Mais Dornbusch a échoué à construire le modèle de valorisation dominant.**
  - Son modèle ne marche pas empiriquement…
  - Les variations de la masse monétaire n'expliquent que très mal à court terme les mouvements de taux de change….
  - Mais pour un raison simple: la relation taux d'intérêt – masse monétaire est très instable….
  - Et ce sont les taux d'intérêt qui comptent pour les investisseurs!

- **Fin de la disgression historique! Le bon modèle d'overshooting sans monnaie:**
  - Remettre les taux d'intérêt (réels)…
  - Et regarder un arbitrage entre obligations longues plutôt que placements monétaires…

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (10)

- **L'arbitrage entre obligations de différents pays.**
  - e: le taux de change de l'euro (un euro vaut e dollars).
  - Nous raisonnons en change réel: on achète e fois plus de marchandises en dépensant aux Etats-Unis que dans la zone euro (e nettement inférieur à 1 aujourd'hui?)
  - Pour l'investisseur US, il doit être équivalent d'acheter les obligations de la zone euro ou ses obligations nationales, à une prime de risque pr près. Imaginons qu'il place à un horizon suffisamment lointain (paramètre i, une dizaine d'année) pour supposer que le taux de change réel bilatéral sera revenu à son niveau d'équilibre de long terme appelé e^{lt}. Notations: r*, taux réel US, r, taux réel euro.

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

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

  - Cette relation dit aussi que le taux de change forward à un horizon de long terme doit être égal au taux de change d'équilibre corrigé d'une prime de risque.

Quelle analyse macro? Les « fondamentalistes purs » (11)

- **Contenu en analyse macroéconomique?**
  - Paradoxalement, le marché le plus facile!
  - Moins compliqué d'analyser le taux de change d'équilibre de long terme que les profits dans les 50 ans qui viennent où les politiques monétaires dans les 30 ans qui viennent… Parité des pouvoirs d'achat avec un correctif dette extérieure?
  - Comme sur tous les marchés, la valorisation fondamentale est très dépendante de la prime de risque.

- **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….) aujourd'hui ET dans le futur.**
  - 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 ou/et **erreur sur les fondamentaux, notamment les primes de risque probables dans le futur**…), pourquoi se corrigerait-il rapidement?
  - Le vrai sujet pour l'investisseur à court terme **(ou les décisions tactiques de l'investisseur à long 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 ne 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 »).
  - 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?**

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

  - 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 ambigüe 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 « canal historique »!).

- **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 »). Voir la réaction des marchés aux décisions de la FED cette semaine.

  https://riskpremium.com/wp-content/uploads/2022/09/USTreasuries-21092022.pdf
  - Bien évaluer le régime de marché (i.e. comment il réagit aux surprises).