Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Quelle analyse macro? « Contrarian » et « Méthodes techniques »

- Nous avons examiné les besoins en analyse économique des « fondamentalistes», en distinguant les « fondamentalistes purs » (analyse des valeurs fondamentales) des « fondamentalistes sceptiques » (analyse des surprises). Nous passons aux méthodes non fondamentalistes.

- **« Contrarian »**
  - Identifier les positions tactiques des autres investisseurs.
  - Investir en sens inverse si elles semblent très importantes, en pensant que ces positions tactiques seront difficiles à tenir. **Voir les différents articles sur mon site.**
  - Pas d'analyse macro!

- **Les méthodes techniques.**
  - Chartisme: pas d'analyse macro.
  - Quants (modèles boîtes noires ou modèles d'arbitrage) : pas d'analyse macro.
  - Rappel: les modèles d'arbitrage sont des modèles de pricing au sein d'une même classe d'actifs (ou de deux classes d'actifs « cousines » soumises aux mêmes facteurs de risque, crédit et actions). Attention aux hypothèses sur les facteurs de risque (un peu d'analyse économique peut aider…).

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (1)?

- **Rappel du plan du cours:**
  - Pendant plusieurs séances, nous allons passer à la macro stricto-sensu (réponse aux besoins des fondamentalistes).
  - Puis nous analyserons les perspectives financières 2023.
  - Mais quelques premières remarques….

- **Comment classer certaines méthodes?**
  - L'approche fondamentaliste pure est évidemment très complexe.
  - Tentation du raccourci: le modèle « réduit » **où il n'y a pas de prévision explicite des fondamentaux dans le futur.**

P= F(toutes les variables économiques courantes et observables résumant l'information économique disponible).

Exemple: r_{lt} = F(r_{ct}, croissance – observée ou prévue par le consensus, inflation – o ou p, déficit public – o ou p, etc…) ou Prix actions = X * Profits prévus en t+1

  - Utilisation de ces modèles pour dire si un marché est sous-évalué ou sur-évalué.
  - Pas inutile comme garde-fou pour identifier une situation bizarre relativement aux normes historiques….

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (2)?

- **Mais l'utilisation de modèles réduits ne peut être assimilée à l'approche « fondamentaliste pure »!**
  - En général, recherche du meilleur « fit » plutôt que de la cohérence théorique (pas sûr que les variables jouant sur la prime de risque soient correctement introduites…).
  - Surtout, ces modèles supposent une forme d'efficience (les prix passé étaient grosso modo les bons…).
  - Sinon, on se contente de surfer sur les bulles et de les reproduire.
  - **Méfiance sur l'utilisation de ces boîtes un peu noires…** (incitation à reproduire les erreurs du passé, manque de robustesse relativement aux ruptures structurelles sur les primes de risque).

- **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.

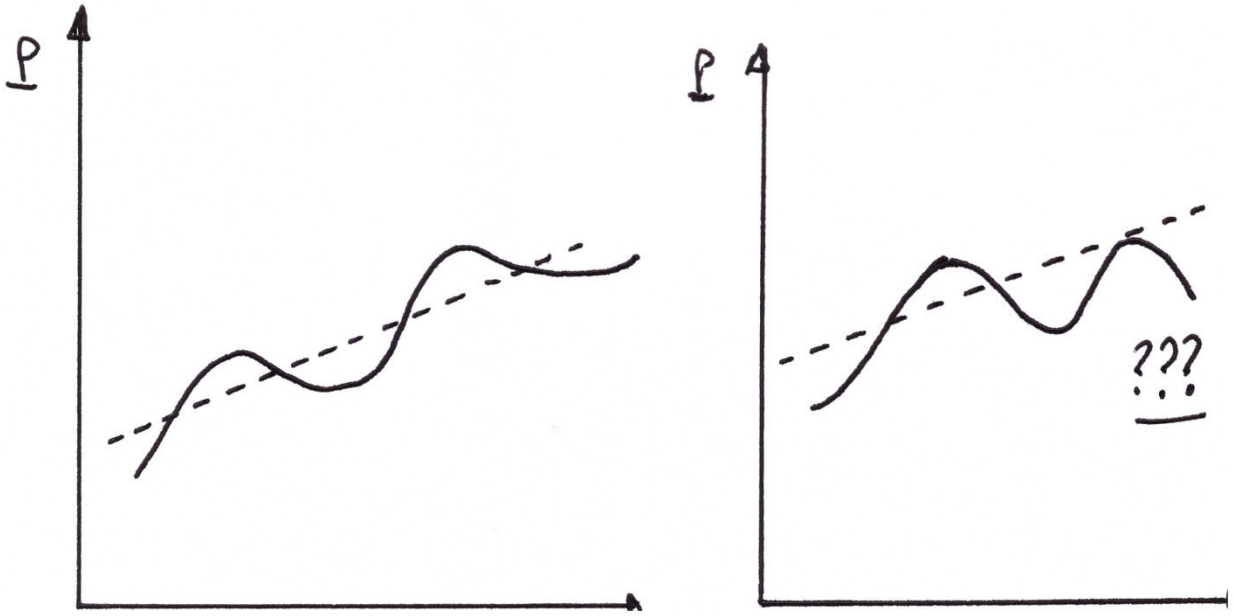
Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (3)?

- **Changements d'opinion sur les fondamentaux.**
  - En général lié à des nouvelles, d'où l'importance de l'approche « fondamentaliste sceptique ».
  - Parfois, lié à des prises de conscience des risques et opportunités indépendamment des nouvelles. D'où un rôle pour l'analyse fondamentaliste pure. Mais attention de ne pas y attacher trop d'importance (et d'analyser la probabilité que les autres investisseurs corrigent rapidement leurs erreurs…).
  - Souvent ces prises de conscience se font de façon progressive avec une diffusion lente d'une nouvelle vision de l'économie. **D'où l'apparition de « trends » et une première justification de l'approche chartiste et plus généralement des stratégies « trend following » (voir les articles sur mon site).**

- **Flux structurels.**
  - A rendements anticipés inchangés, les portefeuilles souhaités se déforment.
  - **En d'autres termes, les primes de risque à introduire dans le modèle fondamental bougent!**
  - Changements d'aversion au risque.
  - Changements d'horizon.
  - Changements de régimes macroéconomiques.
  - Changements de fiscalité ou de réglementation.
  - Changements dans l'offre de titres (dette publique, dette extérieure).
  - Effets de mode et irrationalité!

Quelle utilisation/panachage de ces méthodes (4)?

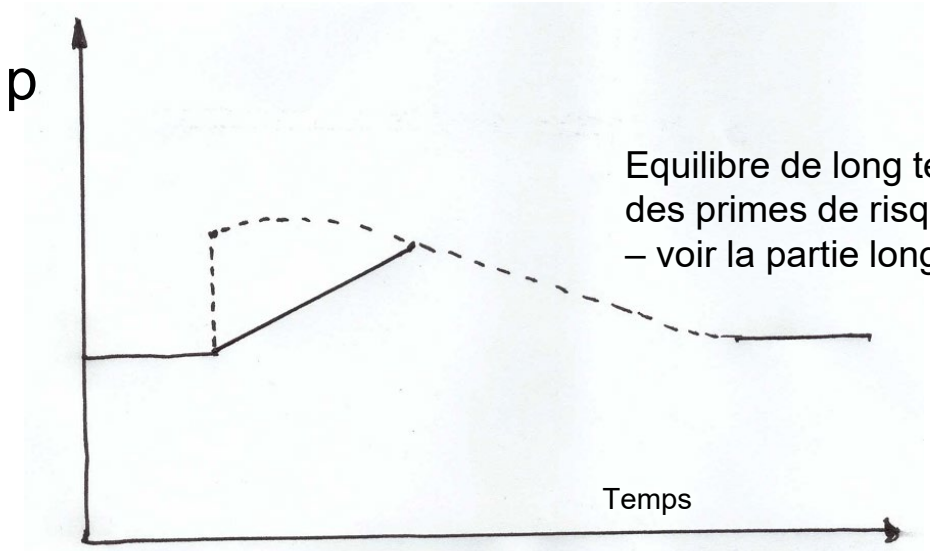
- **Les flux structurels donnent une certaine rationalité au chartisme…**
  - Existence de tendances… (bullish/bearish)
  - Qui ne peuvent pas être régulière sur des marchés efficients.
  - Succession de phases d'accélération de la tendance et de phases de prise de profit.



- **… 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).



Equilibre de long terme inchangé. Le niveau des primes de risque passe dans les profits – voir la partie long terme à venir

- - - - - - - - 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 fondamentalistes.
  - 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 2023?
  - 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.**

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 chiffrages 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!).