Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes nous?

- Nous finissons l'analyse du taux de change d'équilibre de long terme, avant de passer à l'analyse économique du court terme.

- Nous sommes partis des taux de change qui réalisent la parité des pouvoirs d'achat et nous avons indiqué que deux corrections doivent être effectuées:

  - La correction « Balassa-Samuelson »: un pays moins développé aura normalement un taux de change apparemment faible relativement à la parité des pouvoirs d'achat.

  - La correction pour faible demande intérieure: un pays qui doit beaucoup exporter devra avoir un taux de change sous-évalué.

- Les simulations disponibles indiquent que la sous-évaluation nécessaire peut être massive. Mais elles semblent reposer sur des élasticités-prix du commerce extérieur trop faibles pour être crédibles.

Taux de change d'équilibre de long terme (11)

- **Le paradoxe des élasticités prix faible…**
  - Quand l'élasticité-prix de la demande est égale à un, il y a une incitation à monter les prix de vente à l'infini…
  - Le chiffre d'affaire ne change pas, et les profits augmentent jusqu'à représenter la totalité du chiffre d'affaire…

- **Petite digression: le taux de marge en concurrence monopolistique.**
  - Hypothèse de ventes en volume.

$$Q=D\,(p/p_{conc})^{-\varepsilon}$$

  - Maximisation du profits, $p\,Q - c_n\,Q$ avec c_n le coût unitaire de production.

$$(p - c_n)\,Q' + Q = 0 \qquad Q' = -\,\varepsilon/p\;\;Q \qquad -(p - c_n)\,\varepsilon/p + 1 = 0$$

$$p = c_n\,\varepsilon/(\varepsilon-1)$$

  - Si l'élasticité est de 10, le prix est 11% (10/9) plus élevé que le coût unitaire nominal de production.
  - Dans ce cadre, difficile de croire à des élasticités proches de 1….

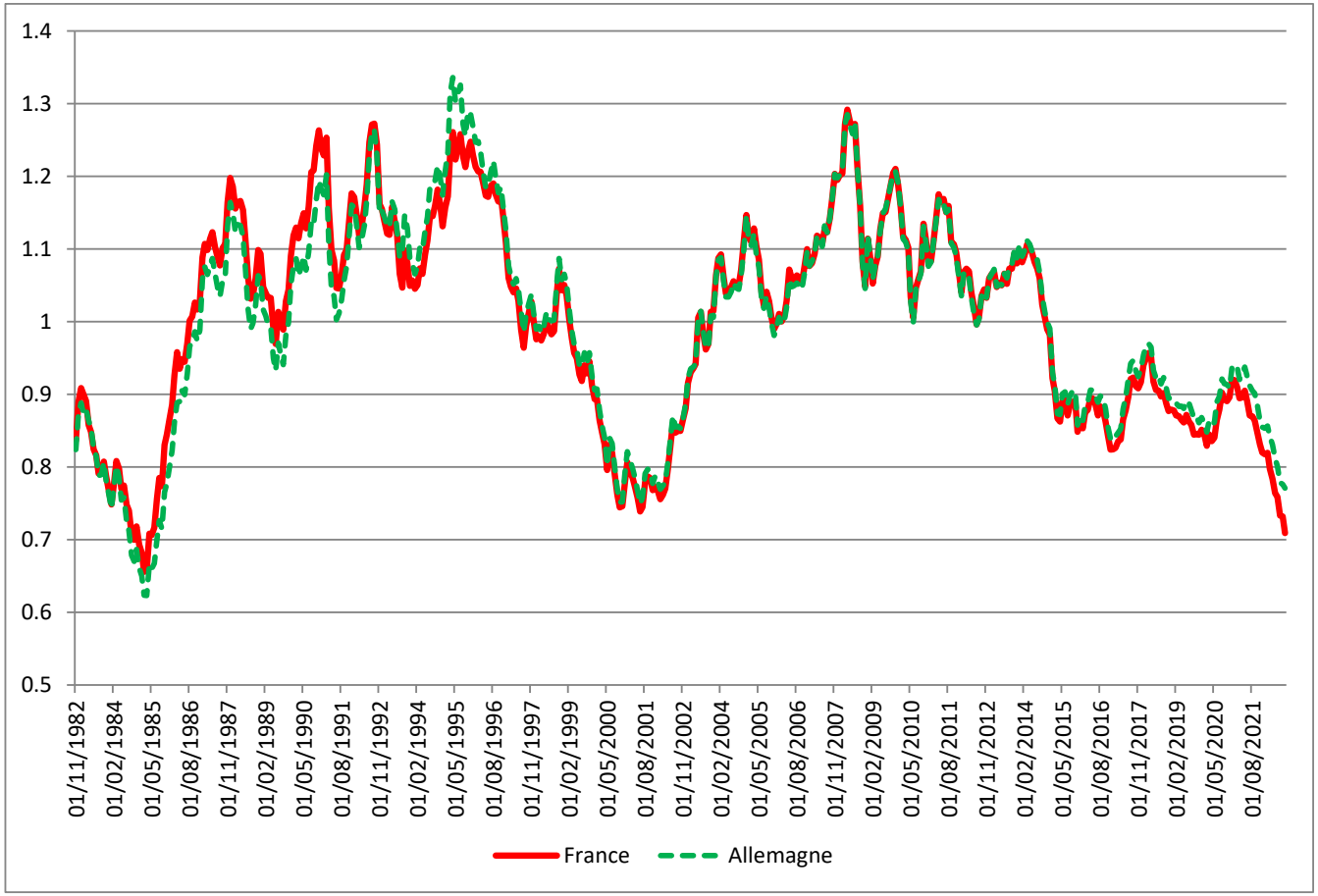
Taux de change d'équilibre de long terme (12)

- **Les modèles usuels sous-estiment probablement l'impact à long terme des mouvements de change.**
  - Les équations économétriques sont de mauvaise qualité.
  - Peu de prise en compte des effets d'offre (une rentabilité accrue conduit à des investissements matériels et immatériels). Dans certains secteurs, il n'y a d'ailleurs que des effets d'offre! –si l'élasticité est infinie, les prix s'alignent sur ceux des concurrents….
- **Ces modèles de change d'équilibre sont utiles pour analyser les mouvements de change à relativement court terme, mais sont probablement dangereux pour raisonner à 10 ans ou plus.**
  - La faible demande interne dans la zone euro pourrait maintenir la parité euro/dollar sur des niveaux extrêmes (surtout si l'austérité reprend).
  - Mais il est peu probable qu'un euro sous la parité avec le $ représente une véritable parité d'équilibre à long terme (quid de Boeing….).

Taux de change d'équilibre de long terme (13)

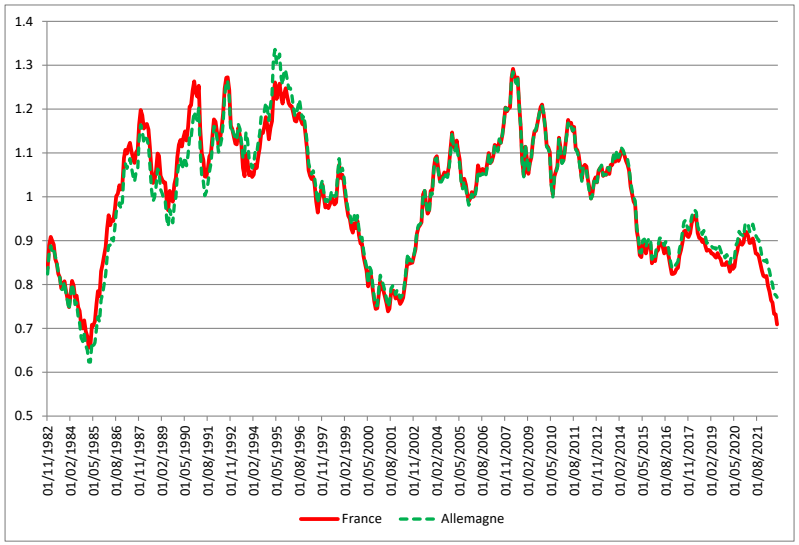
- **Troisième approche: l'analyse historique.**
  - Si on admet que les effets d'offre sont puissants à long terme, la meilleure approche est peut-être d'analyser le niveau moyen des taux de change réels sur longue période.

Taux de change réel relativement aux Etats-Unis, écart à la moyenne historique (base prix à la consommation)



Taux de change d'équilibre de long terme (14)

- **Troisième approche: l'analyse historique.**
  - Pour les deux pays, à 0,98 $/€ à l'heure actuelle, les taux de change réels sont inférieurs de près de 30% à leur moyenne de long terme.
  - Cela donnerait un taux de change d'équilibre à environ 1,32 $/€ (rappel parité des pouvoirs d'achat pour la France et l'Allemagne à 1,38/1,35 $/€).



- **Les correctifs à prendre en compte:**
  - Pas d'effet Balassa-Samuelson visible sur le graphique, mais il y en a peut-être un (Croissance plus rapide des gains de productivité aux Etats-Unis depuis 25 ans. Tendance haussière du dollar?).
  - Surtout, quelle prise en compte résiduelle de l'excès d'épargne européenne??
  - Euro structurellement un peu faible et taux de change dans 10 ans dans une fourchette 1,10 – 1,20?
  - Cela ne veut pas forcément dire que le taux de change actuel soit sous- évalué pour un fondamentaliste pur… RDV à la fin du cours.

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

Dynamiques et prévisions économiques à court terme (1)

- **Les économies ne sont pas toujours sur un sentier de croissance équilibré (taux de chômage structurel, taux d'intérêt stables, rentabilité des entreprises stable, volatilité limitée sur les marchés financiers…)!**

- **Des chocs viennent régulièrement déstabiliser l'économie:**
  - ***Chocs de demande*** (internes – plan d'austérité, explosion d'une bulle immobilière…- ou externes – récession dans un grand pays, US ou Chine…).
  - ***Chocs d'offre*** (crise sociale et hausse des salaires, forte hausse/baisse du prix des matières première, qui est à la fois un choc d'offre et de demande).
  - **Pandémie**…

- **Le retour à l'équilibre peut être lent et chaotique:**
  - Chômage anormalement élevé (ou trop bas, et surchauffe).
  - Taux d'intérêt, cours de bourse, taux de change éloignés de l'équilibre.
  - Pourquoi??

Dynamiques et prévisions économiques à court terme (2)

- **Deux phénomènes clefs à garder en mémoire:**
  - ***La rigidité de court terme des prix et des salaires.*** Il peut apparaître un déséquilibre en l'offre et la demande sur un marché sans que les prix ne réalisent l'équilibre**. Cette rigidité des prix et des salaires explique notamment la difficulté à lutter contre le chômage.**

  - ***L'existence de différents « coûts d'ajustements ».*** Même si les prix s'ajustent, l'impact économique peut être lent à se produire. Du côté de l'offre: si on améliore les marges des entreprises, elles ne vont pas améliorer immédiatement la qualité de leurs produits et leur compétitivité hors-prix. Symétriquement, les consommateurs ne vont pas immédiatement changer leurs comportements (cf.. La discussion précédente sur les élasticités-prix du commerce extérieur). **Ces coûts d'ajustement contribuent à l'instabilité financière.**

- **Nous allons détailler rapidement ces deux phénomènes clefs et leurs conséquences.**

La rigidité des prix et des salaires (1)

- **Les économistes insistent généralement sur la rigidité de court terme des salaires, mais celle des prix joue également un rôle important dans la dynamique économique.**

- **La rigidité de court terme des salaires:**
  - Contrats salariaux sur un an ou parfois plus.
  - ***Salaire minimum:*** rigidité de court terme et de long terme (impact sur le chômage structurel).
  - Rôle ambigu de **l'autre facteur essentiel de chômage structurel**: le poids des « insiders » dans la négociation salariale. Les « insiders » vont être sensibles au risque de chômage dans un premier temps, mais la pression au ralentissement des salaires va s'atténuer dès que l'économie se stabilise.
  - **Le rôle du capital humain spécifique**. Même dans les économies sans salaire minimum ou « syndicats corporatistes », les salaires ne s'ajustent pas très rapidement.
  - **La négociation salariale est difficile**: pas de règle objective de répartition des bénéfices du capital humain spécifique (*surplus de productivité du salarié dans l'entreprise où il travaille depuis un certain temps*) et en règle générale, les deux parties ont intérêt à faire évoluer les salaires entre deux négociations approfondies selon des normes implicites simples (comme les prix ou comme la moyenne des salaires….).

La rigidité des prix et des salaires (2)

- **La rigidité de court terme des prix:**
  - ***Les économistes préfèrent souvent insister sur les dysfonctionnements du marché du travail que sur ceux du marché des biens….***
  - Le modèle intellectuellement dominant est celui, déjà vu, de la concurrence monopolistique.

$$p = c_n \, \varepsilon/(\varepsilon-1)$$

  - Flexibilité des prix, avec application d'une marge grâce au pouvoir de marché.

- **Deux phénomènes économiques clefs difficiles à expliquer dans ce cadre:**
  - La relative stabilité des marges des entreprises. Or, les coûts marginaux de production sont très pro-cycliques: sur un marché concurrentiel, les prix et les marges devraient être très volatiles (on le voit pour certains biens intermédiaires, pas pour l'automobile…).
  - L'absence d'impact direct à court terme des taux d'intérêt sur les prix. Or la théorie dit qu'une hausse des taux d'intérêt provoque une hausse des coûts de production (hausse du coût du capital) qui devrait être répercutée dans les prix…

La rigidité des prix et des salaires (3)

- **La formation des prix résulte d'un jeu stratégique complexe entre les entreprises.**
  - ***Le prix des concurrents n'est pas supposé fixe comme dans le modèle de concurrence monopolistique.***
  - Les entreprises ont un intérêt commun à limiter la compétition par les prix (déjà noté dans la partie long terme) et quand le nombre d'acteurs est limité (les deux boulangeries du quartier…) des mécanismes de collusion **explicite ou le plus souvent implicites** se mettent place.
  - Notion de « demande coudée » : quand les prix sont un peu plus élevés que les coûts l'entreprise qui baisse les prix sera suivie par la concurrence, alors que ce ne sera pas le cas si elle monte les prix.

- **Deux conséquences des imperfections de la concurrence et des phénomènes de collusion:**
  - Le long terme: peut-être une pression structurelle à la hausse sur les profits et les valorisations boursières. Mais, dans un passé lointain, il semble que ce sont les managers plus que les actionnaires qui en ont bénéficié….
  - **Rigidité de court terme des prix**. Déconnexion transitoire entre les prix et les coûts.

La « viscosité » des prix et des salaires, liée aux imperfections de la concurrence (capital humain spécifique, oligopoles….), est une caractéristique essentielle des évolutions de court terme.

Les autres coûts d'ajustement

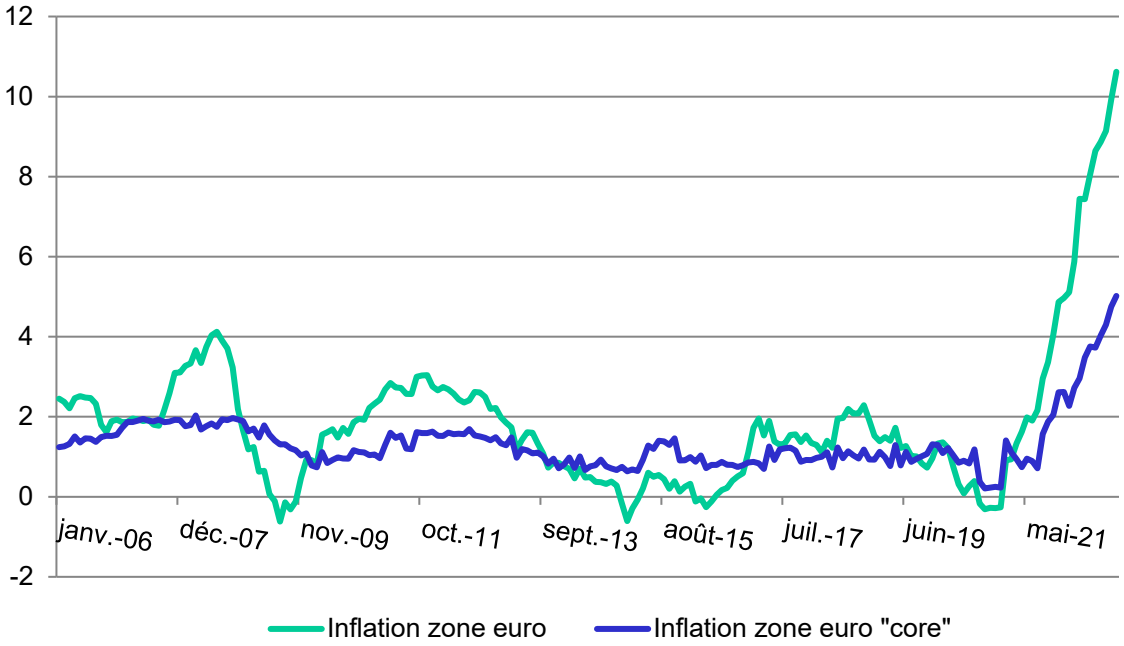
- **L'impact d'une modification des prix sur l'équilibre économique peut être très progressif.**

- **Coûts d'ajustement dans l'investissement.**
  - Des investissements massifs en actifs matériels ou immatériels peuvent avoir des coûts non linéaires (exemple: difficultés à recruter).
  - Quand les profits s'améliorent, les investissements seront étalés dans le temps.

- **Réponse progressive de la demande.**
  - Cf.. La réaction des échanges commerciaux à un choc de compétitivité.

Quatre conséquences de la rigidité de court terme des prix/salaires

- **Une chance pour le prévisionniste…**
  - Les prix et salaires connaissent des tendances assez stables.
  - La partie la plus facile de la prévision (en général, sauf pandémie et guerre…)!
  - Mais les bénéfices s'arrêtent là…



- **Déséquilibres assez durables sur le marché du travail.**

- **Perte d'efficacité de la politique monétaire: l'investissement ne sera pas très sensible à court terme aux taux d'intérêt.**

- **Variabilité accrue des variables financières (**à cause de la rigidité des prix et des autres coûts d'ajustement**).**

Les déséquilibres sur le marché du travail

- **C'est maintenant la demande qui va déterminer la production et l'emploi à court terme.** Les prix ne réalisent plus mécaniquement l'équilibre.

- **Le degré de flexibilité des salaires jouera un rôle central pour déterminer la vitesse de retour à l'équilibre suite à un choc.**
  - Le ralentissement de la hausse des salaires donne des gains de compétitivité et permet dans les pays ou zones ayant la maîtrise de la politique monétaire de relancer l'activité….
  - …. Mais attention aux banques centrales « behind the curve » (i.e. laissant s'enclencher une spirale déflationniste).

- **La flexibilité des prix (i.e. présence de marchés concurrentiels) joue aussi un rôle central, bien que moins directement visible.**
  - En l'absence de flexibilité des prix, le ralentissement des salaires pèse sur le pouvoir d'achat (transfert vers les entreprises) et donc la consommation.
  - L'investissement est en revanche peu sensible à court terme aux profits (cf. plus loin).
  - La rigidité des prix introduit un frein à la reprise.

- **De façon générale, dans les pays n'ayant pas la maîtrise de leur politique monétaire et frappés par un choc asymétrique, le retour à l'équilibre peut être très long!**
  - Hausse des taux d'intérêt réels… Dégradation du solde budgétaire….
  - Impact très progressif des gains de compétitivité
  - Allemagne (1995-2010), Grèce (2010-?), Espagne (2009-?).

Quatre conséquences de la rigidité de court terme des prix/salaires

- **Une chance pour le prévisionniste…**
  - Les prix et salaires connaissent des tendances assez stables.
  - La partie la plus facile de la prévision!

- **Déséquilibres assez durables sur le marché du travail.**
  - Les prix ne réalisent plus mécaniquement l'équilibre.
  - C'est maintenant la demande qui va déterminer la production et l'emploi à court terme.

- **Perte d'efficacité de la politique monétaire: l'investissement des entreprises ne sera pas très sensible à court terme aux taux d'intérêt.**
  - L'impact des changements de taux d'intérêt passera surtout par d'autres canaux:
  - L'investissement immobilier, les effets richesse, les modifications de taux de change (dans un choc asymétrique où un seul pays/zone modifie sa politique monétaire).

- **Variabilité accrue des variables financières (**à cause de la rigidité des prix et des autres coûts d'ajustement**).**

Investissement et taux d'intérêt

- **Les mécanismes explicites ou généralement implicites de collusion freinent l'impact sur l'investissement productif des mouvements de taux d'intérêt.**
  - Investir plus en réponse à une baisse des taux suppose de pouvoir écouler sa production…
  - … or la guerre pour les parts de marché est limitée sur beaucoup de marchés.
  - **Le dynamisme des débouchés constitue le principal déterminant des décisions d'investissement** (cf la réaction décevante de l'investissement aux Etats-Unis à la réforme fiscale de la fin 2017).

- **L'impact des changements de taux d'intérêt passera surtout par d'autres canaux:**
  - L'investissement immobilier.
  - Les effets richesse: hausse structurelle du prix des « actifs rares » et la bourse monte aussi (**alors qu'elle ne devrait pas avec des marchés flexibles**).
  - Les modifications de taux de change (choc asymétrique où une seul pays/zone modifie sa politique monétaire). Effet « overshooting »…..

Rigidités réelles et volatilité des variables financières (1)

- **Les rigidités de l'économie réelle alimentent la volatilité rationnelle des marchés financiers, même si ces derniers sont parfaitement efficients.**

- **Trois mécanismes:**
  - Les taux courts doivent s'éloigner de leur niveau d'équilibre, parfois très fortement. Cela a des conséquences sur les cours « rationnels» des obligations et devises.
  - Les profits s'éloignent de leur valeur d'équilibre (collusion/rigidité des prix – théorie plutôt keynésienne, coût d'ajustement sur l'investissement – théorie plutôt néoclassique), ce qui a des conséquences sur le « Q de Tobin » (ratio valeur boursière/actifs nets réévalués) de court terme.
  - Les taux de change d'équilibre se modifient en réponse aux investissements progressivement effectués (et donc les taux de change actuels aussi).

- **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.
  - La « forward guidance » est une façon d'essayer de convaincre les marchés qu'un choc est durable… **Voir la situation actuelle où la Fed essaye d'éviter le retour de l'euphorie sur les marchés financiers!**

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 sur la période récente?
  - 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 efficients 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 »?