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.

- La **croissance** de la consommation dépend de la **croissance** des revenus (**avec des décalages**) et de la **variation** de la confiance, donc de **la dérivée seconde de l'emploi**. Voir la reprise de 2010 en dépit d'un chômage très élevé, d'un chômage croissant, mais grâce à un chômage croissant moins vite qu'en 2009 (dérivée seconde…).

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

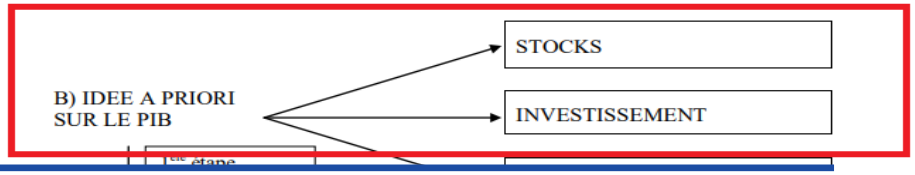
La consommation des ménages (3)

- **La croissance des revenus des ménages en 2023.**
  - Compliquée à suivre avec les aides publiques pour limiter l'impact du prix élevé de l'énergie et les effets redistributifs de l'inflation. Tout le monde n'est pas perdant…
  - … au final, revenus réels en baisse pour la deuxième année consécutive.

	Compte des ménages							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
RDB réel (5)	1.7	2.2	0.3	1.4	-0.3	-0.4	-0.2	
Emploi (2)	1.6	1.3	-1.5	1.4	1.8	0.1	0.5	Probablement trop pessimiste (cycle de productivité).
Salaire réel	0.3	1.0	0.7	1.3	-4.3	-1.2		
Taux d'épargne (6)	12.5	13.2	19.8	17.9	14.5	14.1	14.3	Incertain. Il devrait plutôt monter (effet emploi), mais semble plutôt haut en 2022.
Taux de chômage (3)	8.2	7.6	8.0	7.7	6.8	7.2	6.8	6.6% en septembre 2022
Solde des administrations (% du PIB)	*-0.4*	*-0.6*	*-7.0*	*-5.1*	*-3.5*	*-3.7*		
Solde structurel des adm. (% du PIB)	*-0.9*	*-1.2*	*-3.8*	*-4.2*	*-3.6*	*-3.4*		
	Compte prix-coûts							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
Prix à la consommation (4)	1.8	1.2	0.3	2.6	8.5	6.1		Incertitudes considérables sur le prix de l'énergie et de l'alimantation...
Prix hors énergie et alimentation	1.0	1.1	0.7	1.5	4.0	4.5		5% en octobre 2022. Incertitude très atypique liée au coût des consomations intermédiares.
Salaire nominal (3)	2.1	2.2	1.0	3.9	4.2	4.9		Configuration historique favorable aux hausses de salaire fin 2022...
Productivité (1)	0.2	0.3	-4.6	3.9	1.4	0.2	-0.2	
Coûts salariaux unitaires	1.9	1.9	5.6	0.0	2.8	4.7	5.1	
Prix du pétrole (brent, $/baril) (0)	*71.6*	*64.3*	*41.8*	70.7	101.8	*85.0*		
$/€	1.18	1.12	1.14	1.18	1.04	0.98		

- **La consommation des ménages en 2023.**
  - Faible!
  - Deux années de baisse du pouvoir d'achat et baisse de la confiance avec de moindres créations d'emplois.
  - Mais incertitude due à un taux d'épargne toujours normalement élevé et à l'épargne forcée accumulée pendant la pandémie.

L'investissement (1)



- **L'investissement en logement des ménages: ralentissement avec la hausse des taux d'intérêt.**

- **L'investissement des entreprises: le poste le plus difficile à prévoir (même sans COVID et guerre en Ukraine…)!**

- **L'effet accélérateur: pour produire, il faut beaucoup de capital!**

$$K=\lambda Q$$

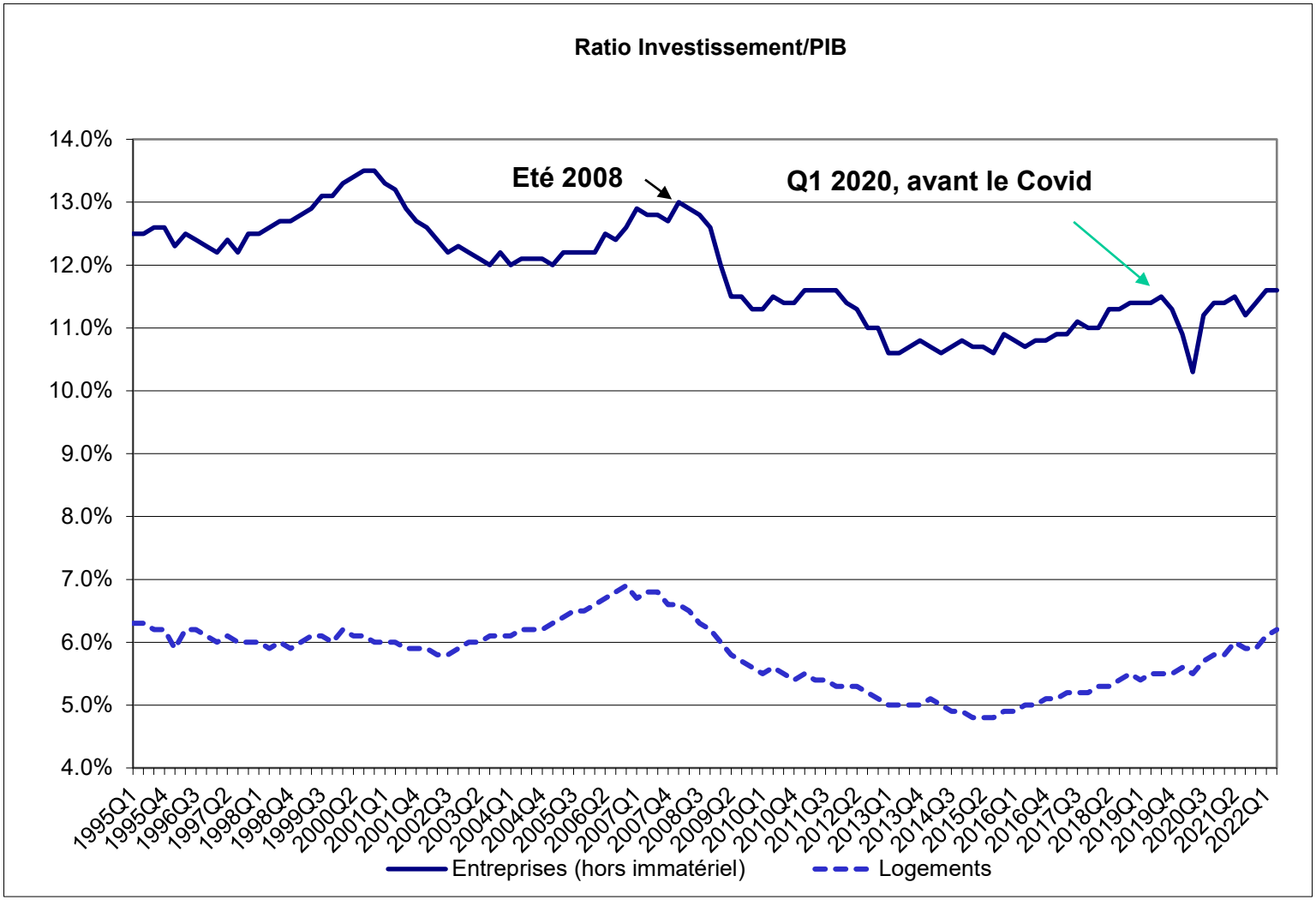
  - Avec λ de l'ordre de 2, dépend des techniques de production et notamment, à long terme, du coût du capital.
  - Grande instabilité potentielle de la conjoncture : si on a un choc positif de 100 sur la production, il va falloir investir 200 pour stabiliser le ratio capital/production.
  - Mais le choc 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.

L'investissement (2)

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

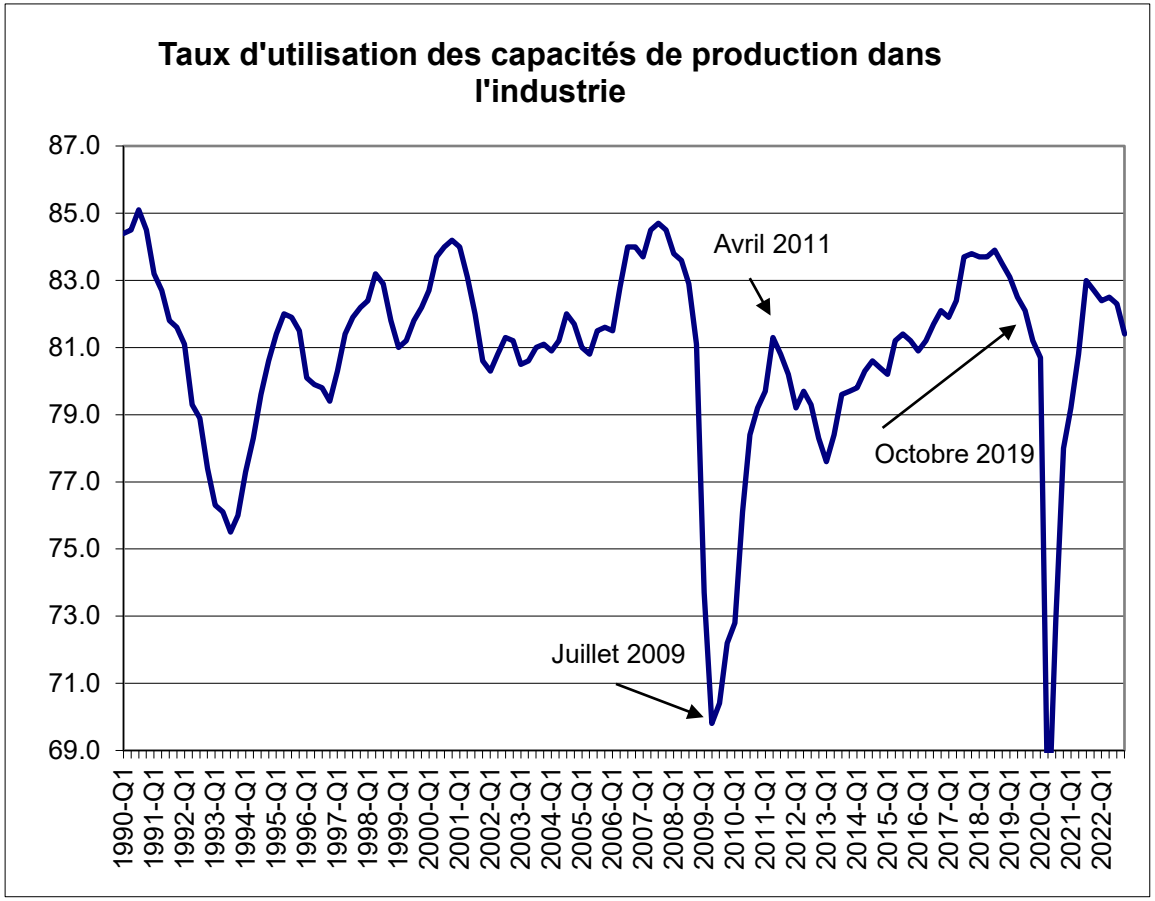


L'investissement (3)

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

- **Mais heureusement si ces relations sont incontournables 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 2023?**

- **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 préfèreront 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).

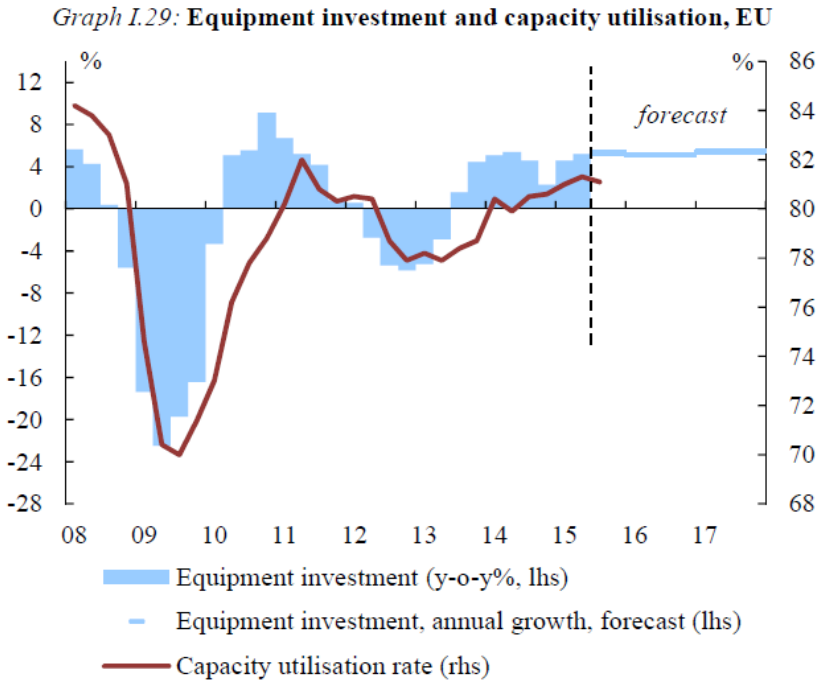
- **Rappel: ces paramètres jouent sur le niveau, pas sur le taux de croissance.**
  - Retour des dérivées secondes…

  - 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).

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

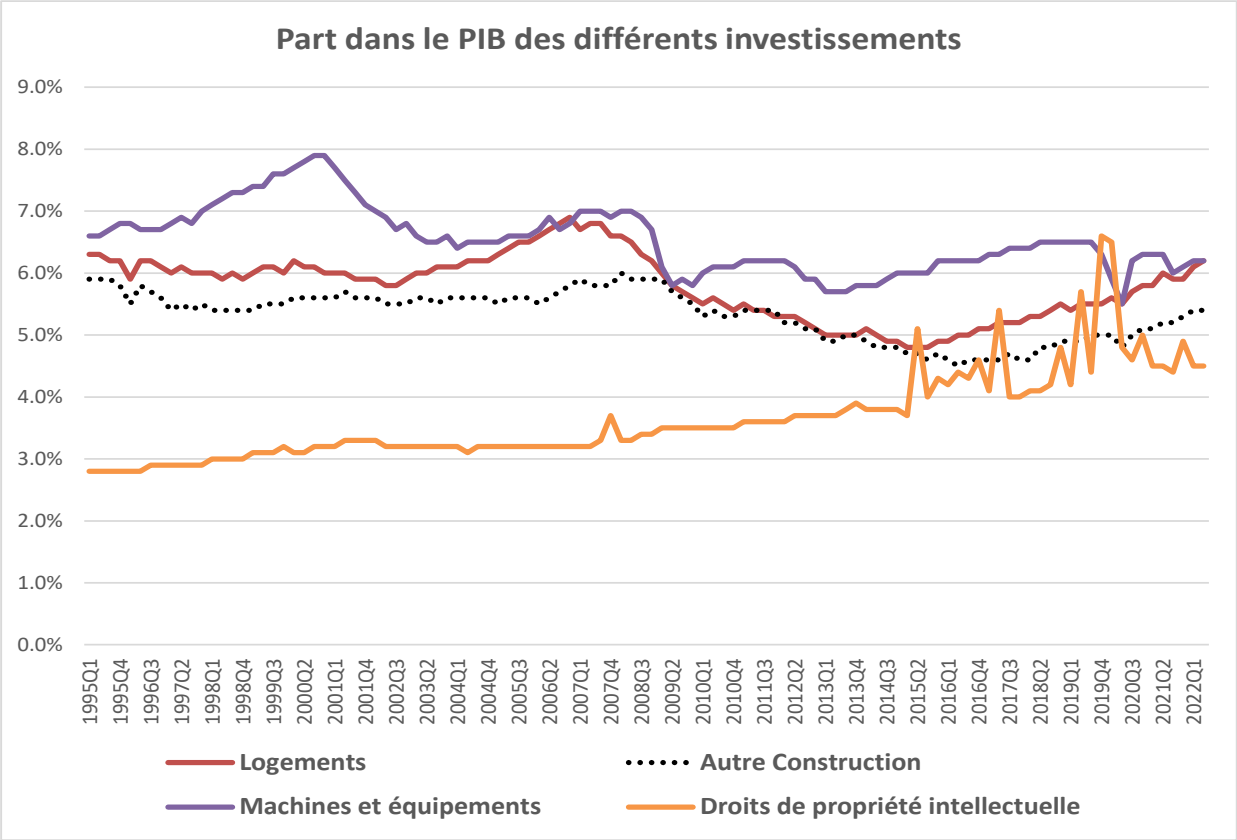
L'investissement (4bis)

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



L'investissement (5)

- **En 2023, faible ou très faible?**
  - Niveau assez faible (croissance quasi-nulle, mais TUC toujours un peu au-dessus de sa moyenne historique, vision à moyen terme avec la guerre en Ukraine??).
  - Et déterminants fondamentaux bien moins bons qu'en 2022. Baisse sensible?
  - 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 ¼ 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)

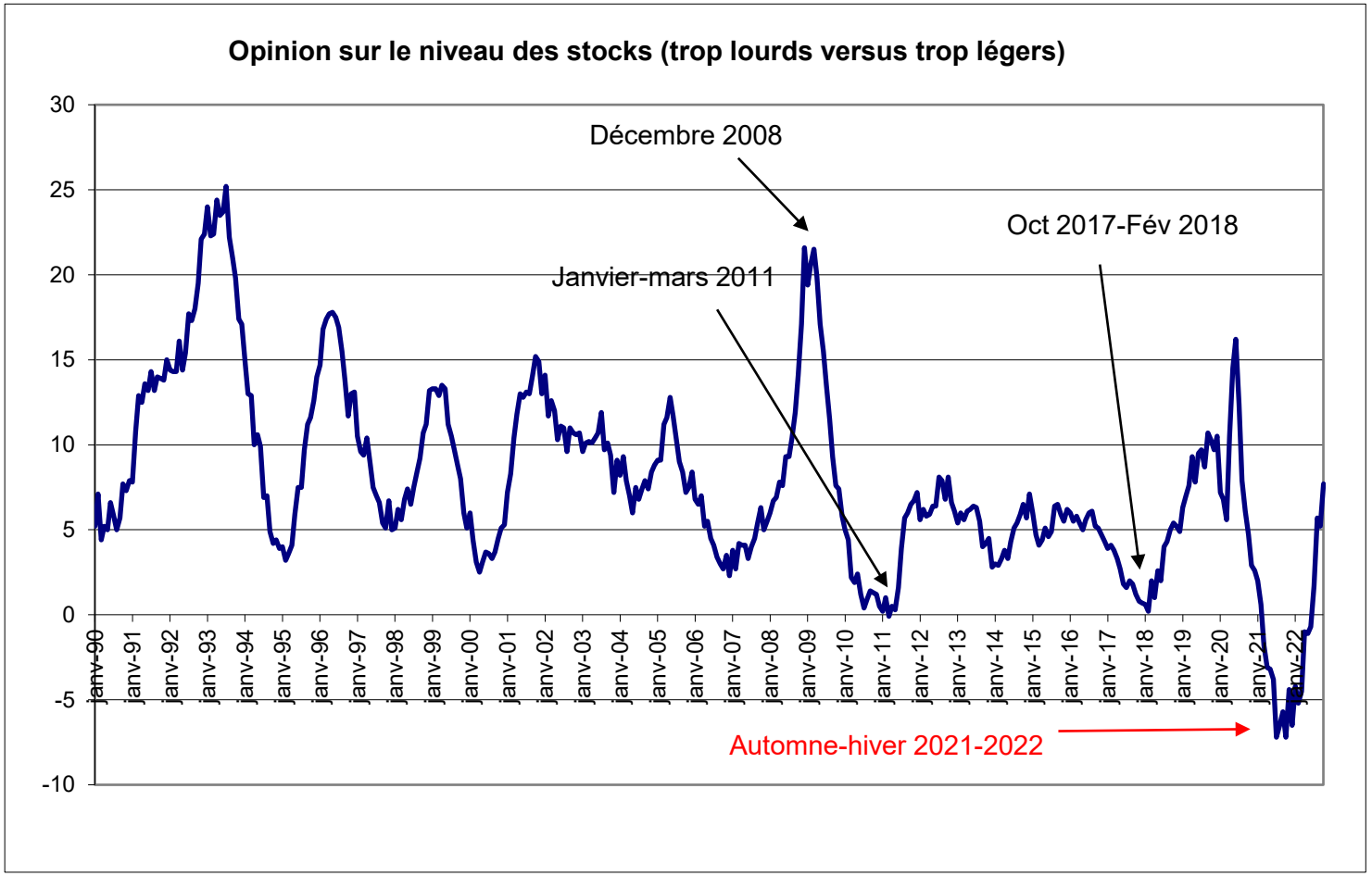
- **Une autre forme d'investissement, et un effet accélérateur.**
  - $K = \lambda Q$ devient $S = \mu \quad Q$
  - Mais l'effet accélérateur est beaucoup moins puissant…

    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 2023?**
  - 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 facteur principaux et non trois pour expliquer la variation de stocks.
  - La croissance ($\Delta S = \mu \quad \Delta Q$) et le niveau initial des stocks.

Les stocks (2)

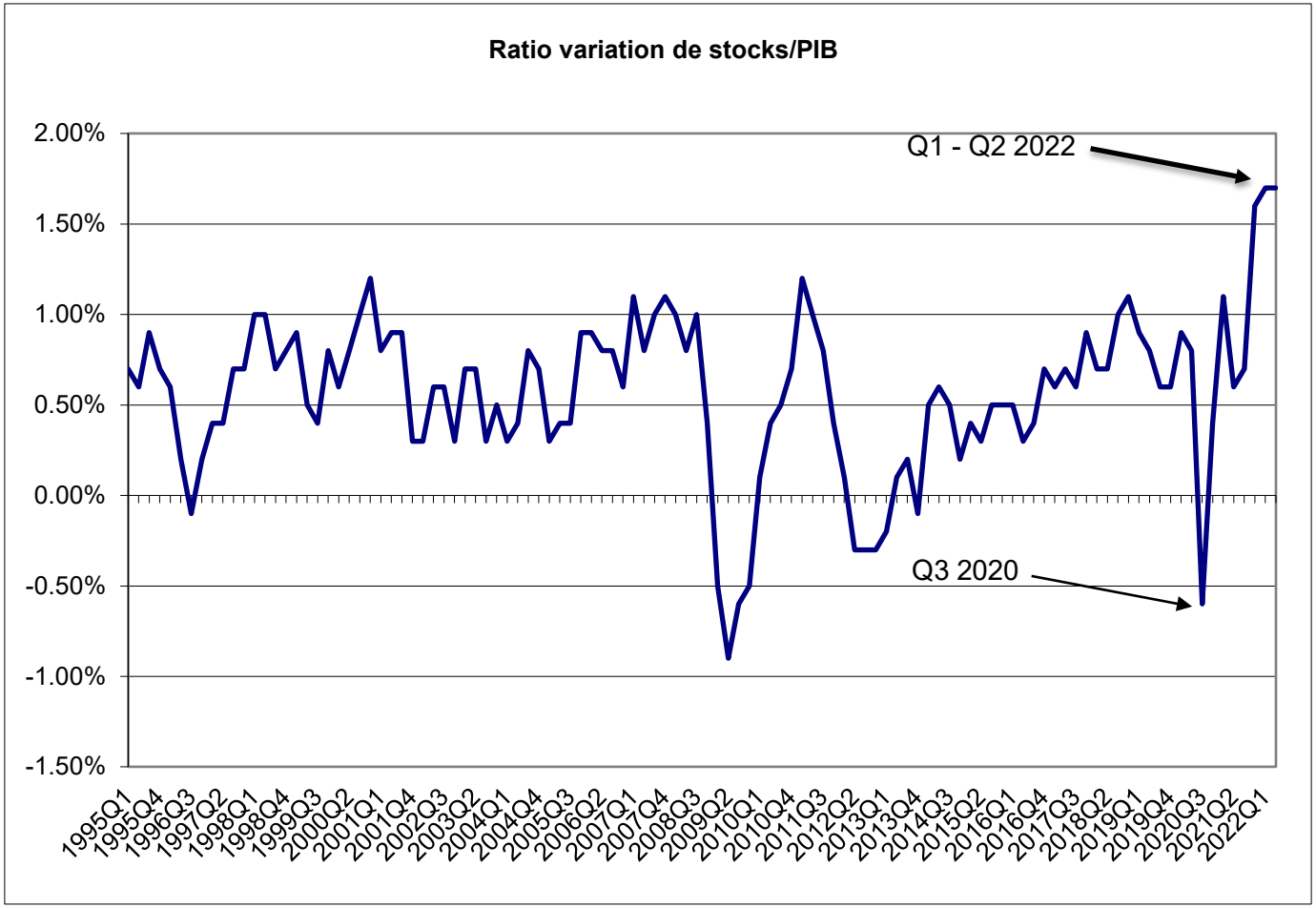
- **D'après les enquêtes de conjoncture, les stocks seraient revenus à un niveau normal après avoir été très bas fin 2021.**



- **Peu de stockage en 2023.**
  - Stocks normaux.
  - Faible croissance attendue.

Les stocks (3)

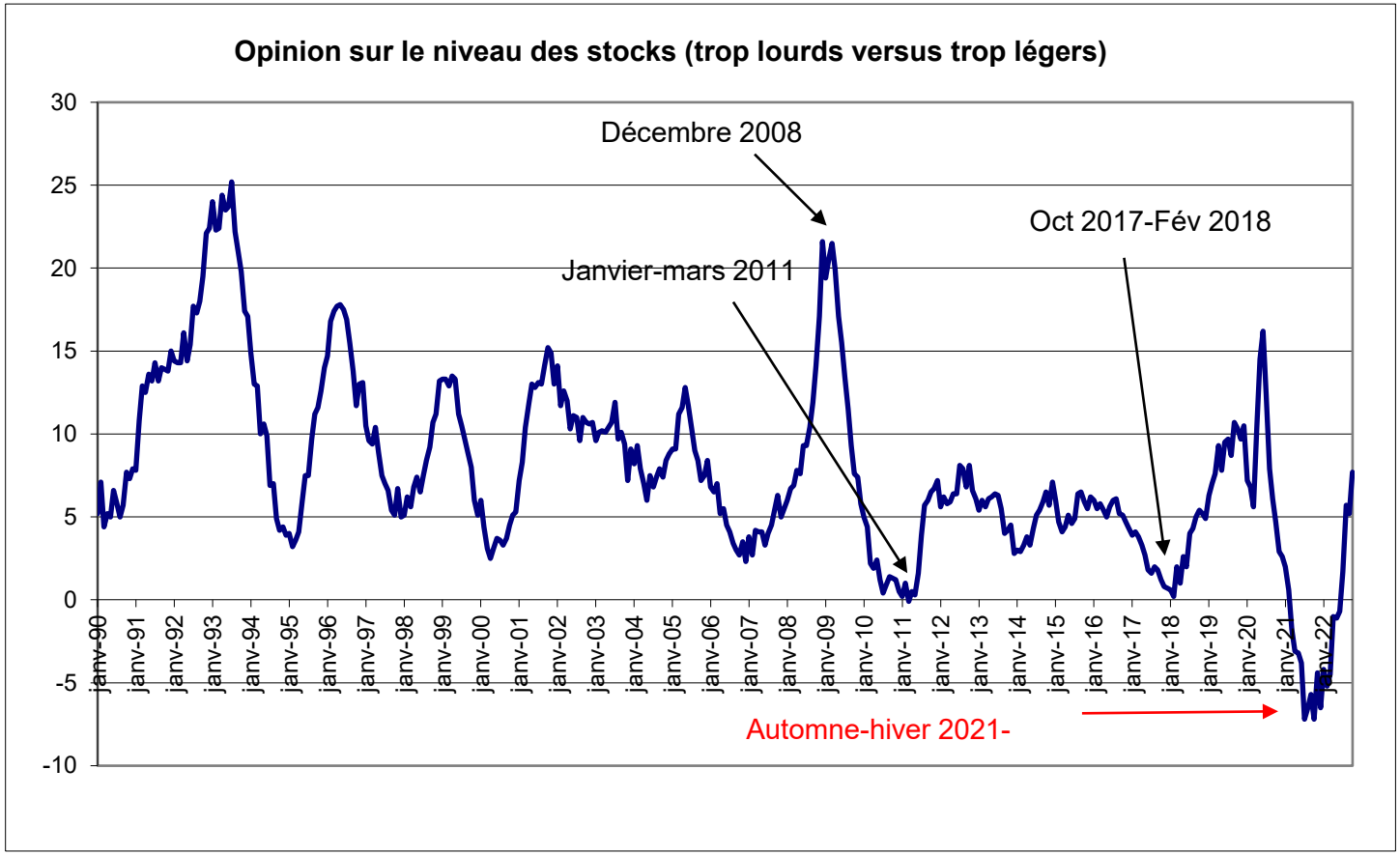
- **Les comptes trimestriels semblent en accord avec les enquêtes: stockage historique au 1er semestre 2022.**



- **Contribution très négative des stocks à la croissance 2023, mais ampleur incertaine.**

Les stocks (4)

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

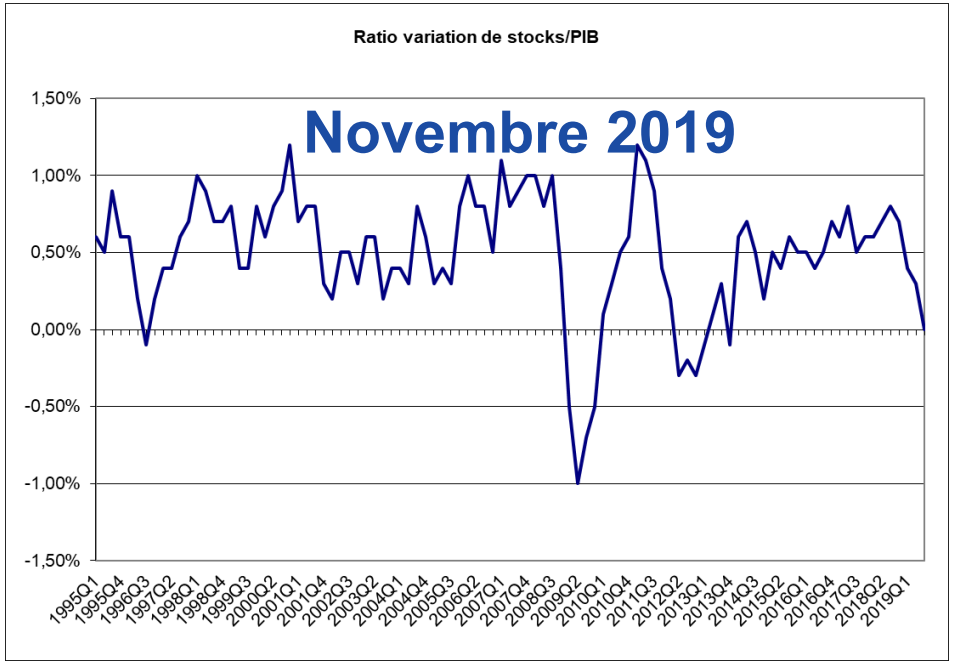


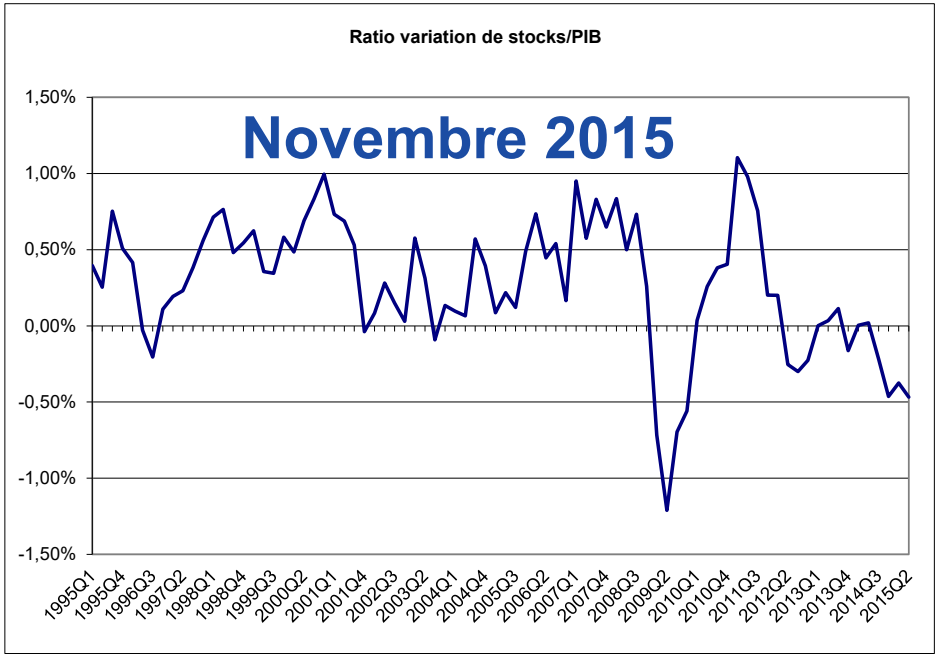
- **Que conclure quand les entreprises disent que les stocks sont trop lourds?**
  - Déstockage en cours… Pas très bon pour le niveau d'activité à très court terme.
  - Mais potentiel de rebond!
  - Ces enquêtes annoncent souvent le creux de la récession (début 1993, début 2009).
  - Stockage en cours (hiver 2010-2011, 2017-2018, Début 2022…): 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!**





Le commerce extérieur

- **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. Contribution plutôt positive en 2023.**

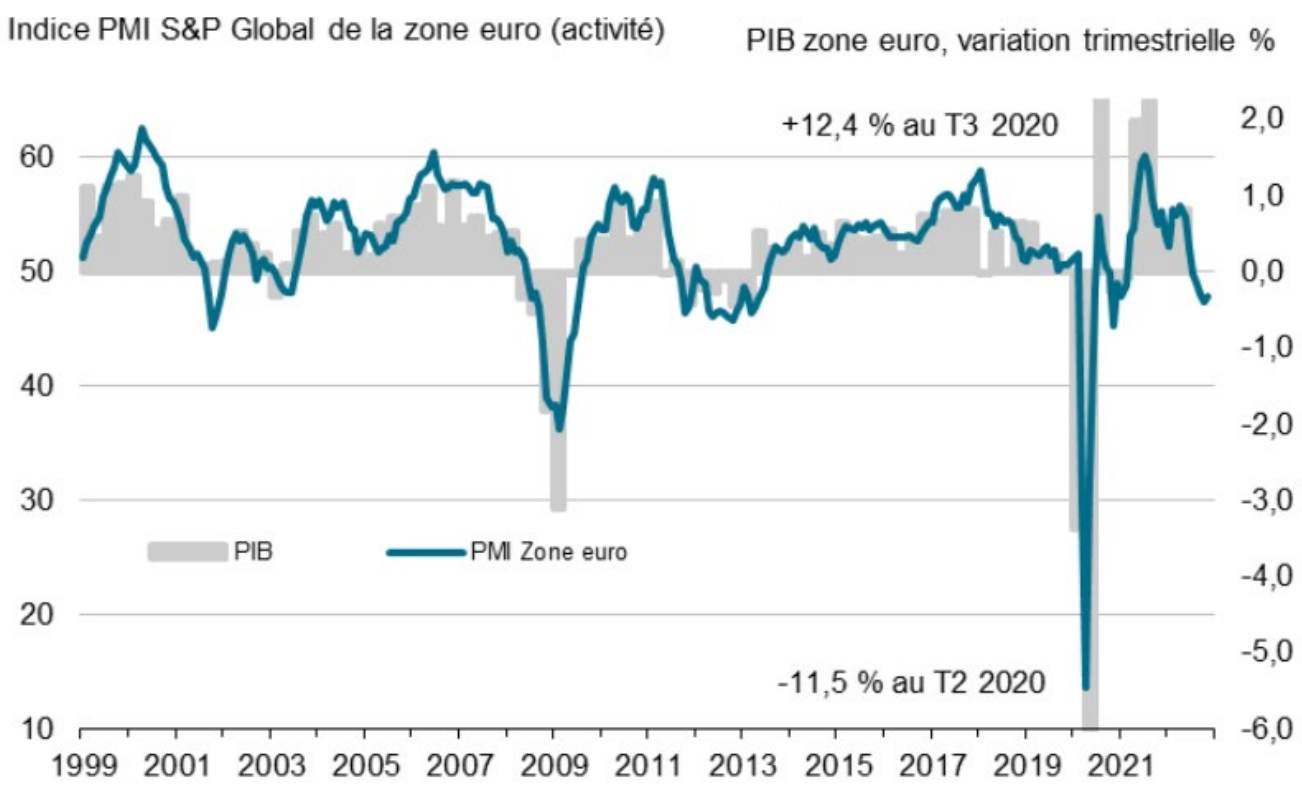
Le PIB

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL → EXPORTATIONS

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

Faiblesse fin 2022, et très peu de facteurs de redémarrage après (sauf fin miraculeuse de la guerre en Ukraine…). Situation inquiétante…

Utilisation des enquêtes de conjoncture (S&P Global, eurostat…) pour vérifier les intuitions.



Sources : S&P Global, Eurostat.

Synthèse de la partie court terme

- **L'analyse du court terme, pas si compliquée…. Mais:**
  - Le problème des niveaux, dérivées premières et secondes….
  - L'incertitude sur l'investissement et les stocks.
  - Savoir utiliser les enquêtes de conjoncture.
  - Les chocs (pétrole, géopolitique, crises financières, pandémie…).
  - **L'année 2023 est d'ailleurs particulièrement incertaine!**