Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille

Olivier Davanne

Où en sommes-nous?

- Nous finissons le cours par une discussion de la situation sur deux marchés clefs: les obligations du Trésor US et la parité dollar/euro.
  - Cela nous permet de revenir de façon plus concrète sur les relations de valorisation fondamentale sur ces deux marchés…
  - ….et sur les différentes approches de la prévision financière.

- Nous avons fait un exercice de prévision fondamentale, et maintenant nous discutons les (i) surprises (ii) trends/flux structurels et (iii) potentiels mouvements techniques (prises de profit/stop loss).

US Treasuries en 2023 (10)

- **La quête des « surprises »…**
  - Pour juger des anticipations concernant la politique monétaire, les forwards doivent bien sûr être corrigés des primes de risque! On peut aussi utiliser les enquêtes, mais il y a souvent des retards importants quand le consensus change vite.

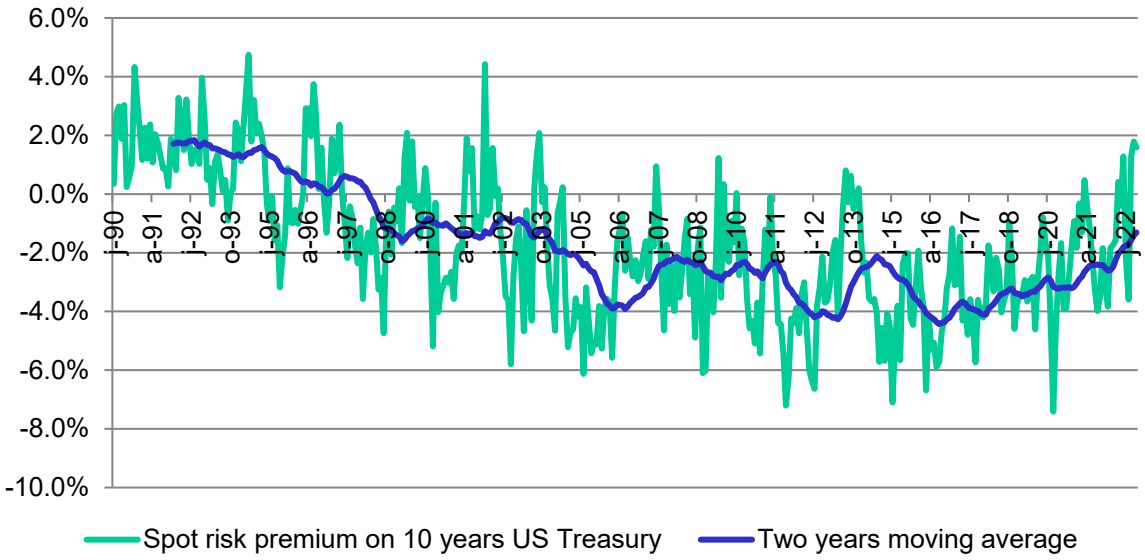
Three month Interest Rates (CF 05/12/22)	
In 3m	In 12m
4,79	4,49

  - Les surprises sur la croissance, l'inflation et la communication de la Fed pourraient continuer de jouer en sens contraire: ralentissement plus marqué qu'attendu de l'inflation, et bientôt de la croissance, dans les mois qui viennent, mais volonté de la Fed d'éviter une euphorie précoce des marchés…
  - Ce fut le cas cette semaine (inflation et résultats du FOMC), mais la Fed est un peu en train de se décrédibiliser (voir le commentaire Reuters rajouté sur mon site)!
  - Au final, opinion personnelle: les approches « fondamentalistes pures » et « fondamentalistes sceptiques » jouent globalement dans le même sens: anticipation d'une baisse des taux.
  - Quid du chartisme et des flux structurels: pas d'opinion sur ce que disent les graphiques, mais anticipation de flux vendeurs. Importance du déficit public US et « Quantitative Tightening ».

- **Last but not least, que dit l'approche « contrarian »?**

US Treasuries en 2023 (11)

- **Last but not least, que dit l'approche « contrarian »?**
  - Peu d'informations directes sur les positions tactiques prises sur les US Treasuries.
  - Comme souvent, elles sont probablement assez différentes selon les types d'investisseurs (hedge funds sentant la bonne opportunité…, investisseurs traditionnels plus prudents dans un contexte inflationniste).
  - Le retour de primes de risque très positives au cours des derniers mois semblent traduire l'existence de positions acheteuses. Indicateur baissier (haussier sur les taux) infirmant malheureusement les approches fondamentalistes ???



  - Mais ces primes de risque élevées interviennent dans un contexte très particulier (risques inflationnistes, corrélation obligations-actions). Pas forcément le signe de positions tactiques acheteuses… Attention à ne pas être trop mécaniquement contrarian!
- **Bilan final plutôt favorable aux US Treasuries? La clef sera dans les surprises…**

Perspectives sur l'euro/dollar (1)

- **L'approche « fondamentaliste pure ».**

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

- **Le taux de change d'équilibre de long terme.**
  - Fourchette 1,10 – 1,20 $/€ (voir la partie long terme).
  - Prenons 1,15 $/€.
  - A 1,06 $/€, l'euro serait aujourd'hui sous-évalué d'un peu moins de 10% relativement à cet équilibre de long terme.

- **Besoin d'un scénario sur l'évolution de l'écart de taux réels à long terme.**
  - Au 15/12/22, taux réels issus des obligations indexées sur l'inflation (10 ans):

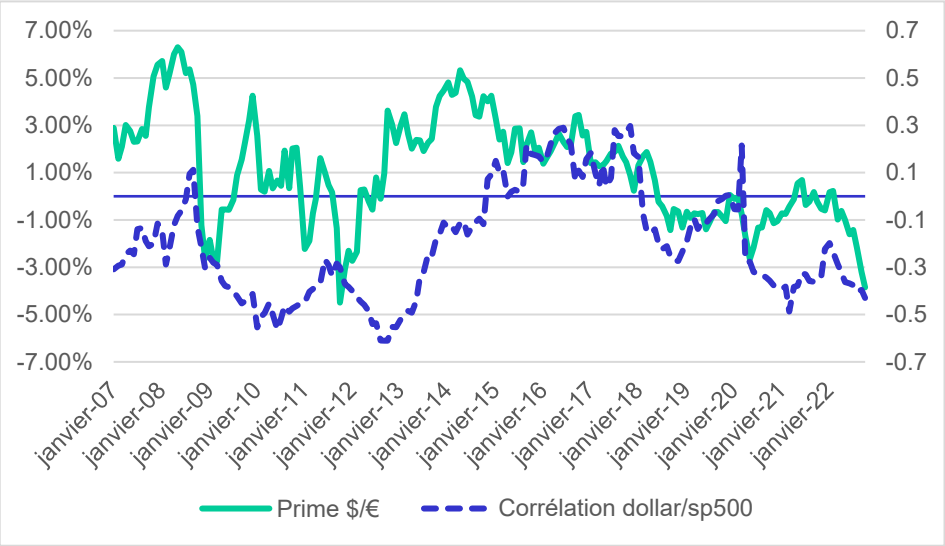
    1,3% aux US et -0.3% en Allemagne

  - Ecart de taux réels justifiant une sous-évaluation d'environ 15% de l'euro (avec i=10).
  - Pas de discussion détaillée ici, mais cet écart de taux pourrait un peu se réduire en 2023 (plutôt baissier taux longs US – voir la discussion précédente – alors que la BCE n'est qu'au début de sa politique de lutte contre l'inflation).

Perspectives sur l'euro/dollar (2)

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

- **Quid des primes de risque « forward looking »?**
  - Nous avons vu que d'après les enquêtes les primes de risque étaient à l'heure actuelle plutôt en faveur du dollar.

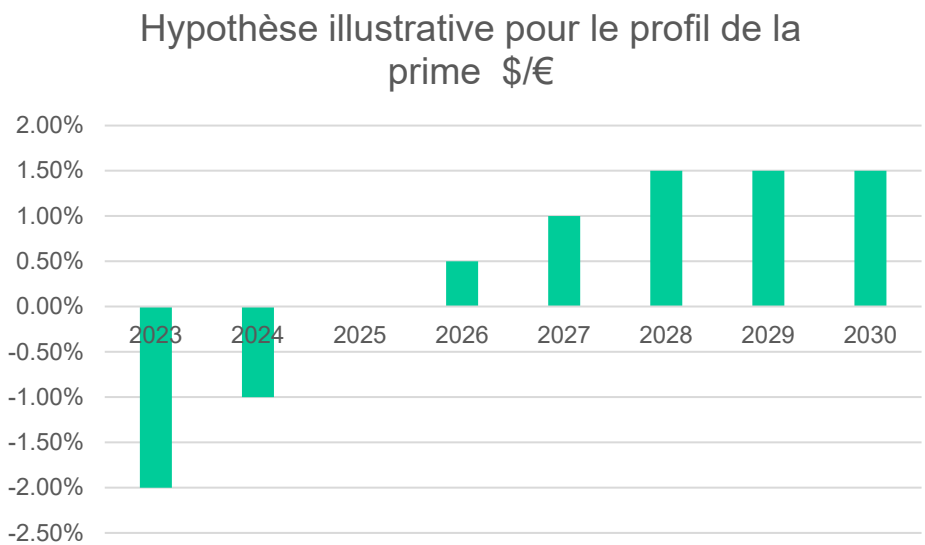


  - Mais cela semble dû à une configuration assez particulière où le dollar joue un rôle de valeur refuge.

Perspectives sur l'euro/dollar (3)

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

- **Quid des primes de risque « forward looking »?**
  - Hypothèse retenue: retour de primes de risque significativement positives sur le dollar.



  - Prime de risque moyenne à intégrer: 0.6%.
  - Niveau justifiée aujourd'hui de la parité dollar/euro: 1.15 - 16% écart de taux réels + 6% prime dollar. Le niveau actuel….

Perspectives sur l'euro/dollar (4)

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

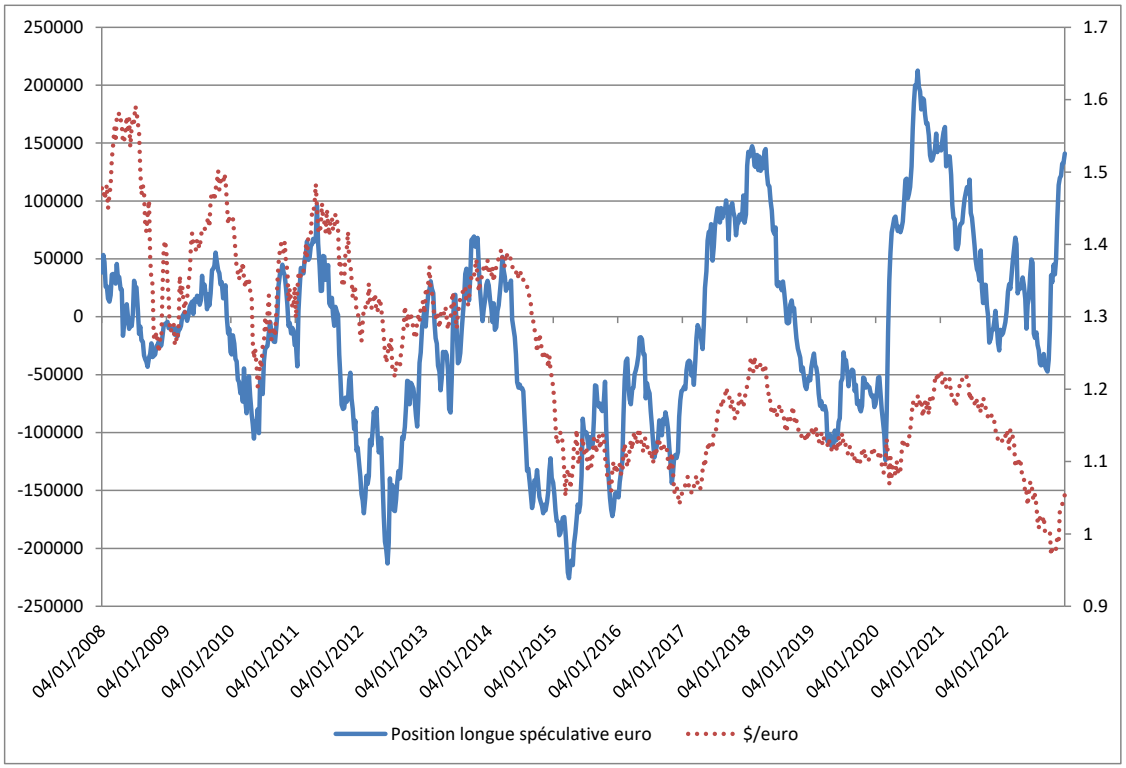
- **Les limites de l'approche « fondamentaliste pure ».**
  - Rappel: Les marchés ont leur propre scénario sur le taux de change d'équilibre et les primes de risque jugées nécessaires. Pourquoi convergeraient-ils rapidement vers notre « bon » scénario?
  - Encore plus vrai pour le change, où il n'y pas d'accord évident sur le bon modèle fondamental à utiliser!
  - Importance de l'analyse des (i) surprises (ii) trends/flux structurels et (iii) mouvements techniques (prises de profit/stop loss).

- **Les surprises?**
  - Pas de boule de cristal, univers particulièrement incertain!
  - Petit biais en faveur d'une politique de la BCE qui surprendra dans un sens restrictif, alors que la politique de la Fed surprendra dans un sens plus accommodant.
  - Plutôt baissier dollar.

- **« Chartisme » (si possible intelligent…)?**
  - Quid du chartisme et des flux structurels: pas d'opinion sur ce que disent les graphiques, mais anticipation de flux vendeurs de dollars. Importance du déficit extérieur US.

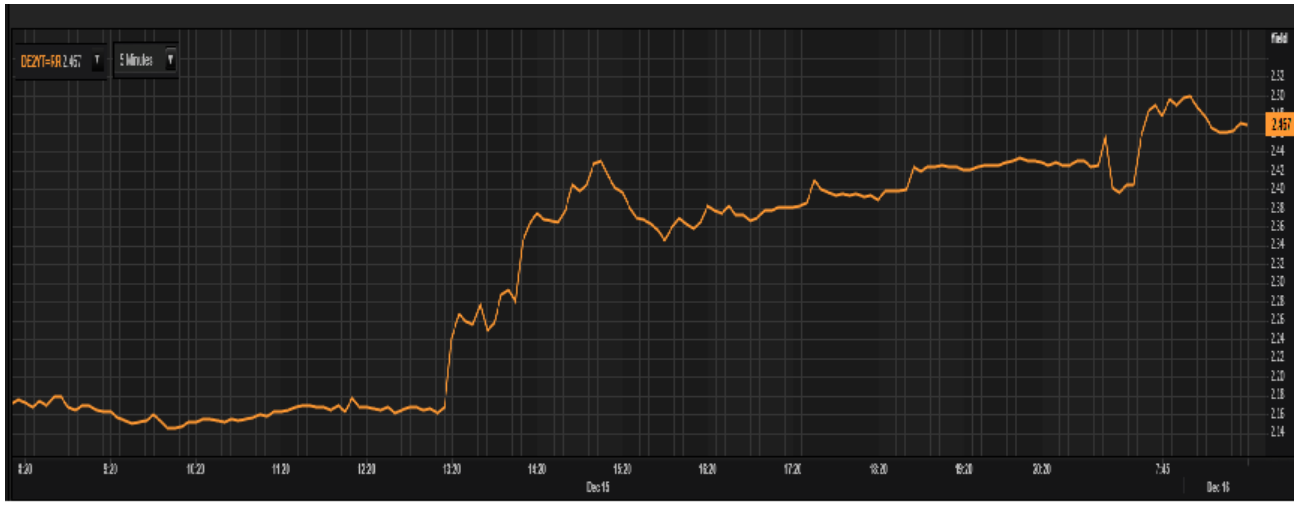
La parité $/euro en 2023 (5)

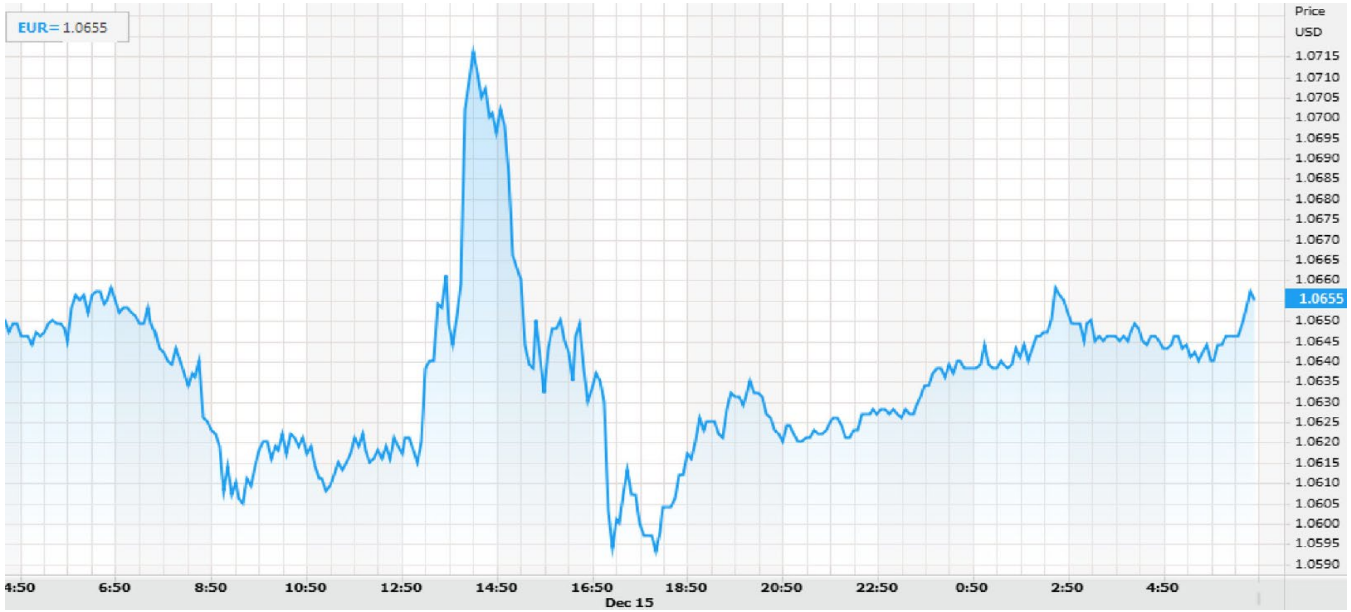
- **Analyse contrarian, les positions:**
  - Un des indicateurs les plus suivis est celui des positions dites non-commerciales – i.e. hors secteur bancaire - prises sur le CME (position nette en nombre de contrats, acheteurs d'euro contre vendeurs d'euro).
  - Positions maintenant significativement acheteuses d'euros après avoir été acheteuses de dollars il y a quelques mois. Un peu surprenant dans la situation actuelle, mais à prendre en compte.



La parité $/euro en 2023 (6)

- **Synthèse: plutôt baissier dollar, mais prudence « contrarian », les hedge funds ont peut être déjà joué ce mouvement… Cf la réaction du marché des changes au discours agressif de Mme Lagarde le 15/12 (forte hausse des taux, mais pas de l'euro).**





Conclusions générales (1)

- **Ce cours a cherché à améliorer votre culture économique générale dans des domaines utiles pour les gestionnaires financiers.**

- **L'analyse du long terme (néo-classique…).**
  - Taux de chômage d'équilibre.
  - Rôle clef (globalement favorable) du progrès technique et des gains de productivité.
  - Rôle clef des actifs matériels et immatériels détenus par les entreprises dans leur valorisation.
  - Logique de détermination des taux d'intérêt équilibre (équilibre épargne-investissement, rôle des primes de risque).
  - Déterminants des taux de change d'équilibre.

- **L'analyse du court terme (néo-keynésienne).**
  - La « viscosité » des prix et des salaires.
  - Le rôle clef de la demande.

Conclusions générales (2)

- **Il a aussi essayé de préciser comment ces éléments d'analyse étaient utilisés selon l'horizon et le mode de gestion qui en découle.**

- **Horizon de gestion à très long terme (5 à 10 ans).**
  - Economie à l'équilibre et valorisations associées.
  - Taux de change d'équilibre.
  - Rôle clef de l'immatériel et des imperfections de marché dans les cours de bourse d'équilibre.
  - Taux d'intérêt d'équilibre.

- **Horizon de gestion à moyen terme (2 ou 3 ans).**
  - « Fondamentaliste pur ».
  - DCF, Modèle des anticipations, Overshooting…

- **Horizon de gestion à court terme (3 mois).**
  - « Fondamentaliste sceptique».
  - + en complément approches contrarian et chartiste.
  - Compléments particulièrement importants sur les marchés « malsains » animés par d'importants mouvements « techniques » (stop-loss, prises de profits…).

Disgression finale

- **Question pas vraiment traitée, mais l'objet de quelques allusions et disgressions: qu'est ce qui fait qu'un marché est « sain » (volatilité modérée et mouvements explicables essentiellement par l'arrivée des informations fondamentales) ou malsain (volatilité élevée, importance des mouvements techniques difficiles à expliquer)?**

- **Question difficile, mais une conviction profonde: la difficulté des marchés à s'adapter aux changements structurels de primes de risque.**

- **Les marchés doivent refléter la prime de risque moyenne exigée par les investisseurs dans la durée.**
  - Rappel important: ce n'est pas la prime de risque instantanée (i.e. l'exigence de sur-rendement dans les 3 mois qui viennent) qui rentre dans les formules de valorisation fondamentales. Elle est très volatile.
  - C'est la prime de risque moyenne qui doit être visible dans les prix.
  - Les « fondamentalistes purs » ont souvent une conviction bien arrêtée sur cette prime de risque moyenne requise.
  - Mais parfois (souvent…), ils ratent un changement assez durable, voire structurel, dans la nature des risques et les comportements des investisseurs.
  - Risque de capitulation des fondamentalistes, trends et augmentation de la volatilité.
  - In fine, la bonne approche en matière de prévisions financières est probablement celle d'un courageux fondamentaliste pur qui analyserait de façon détaillée les anticipations des marchés concernant les fondamentaux (**y compris les primes de risque**), repèrerait les erreurs et construirait un scénario de convergence (parfois chaotique) à tous les horizons. Pas évident et pas de question à l'examen!