

La conjoncture mondiale demeure favorablement orientée

Malgré les efforts visant à contenir la propagation du virus, la conjoncture mondiale demeure favorablement orientée. Ceci écrivent Guy Wagner (cf. portrait), chief investment officer et administrateur-directeur de la société de gestion BLI - Banque de Luxembourg Investments et son équipe dans leur analyse mensuelle, les 'Highlights'.



«Aux Etats-Unis, l'envoi de chèques d'aide par le gouvernement a entraîné une accélération considérable des ventes au détail en début d'année, après la faiblesse enregistrée par la consommation domestique au quatrième trimestre de 2020», dit Guy Wagner. «L'approbation probable par le Sénat et le Congrès de l'enveloppe de soutien

public de 1,9 billions de dollars proposée par la nouvelle administration Biden devrait considérablement soutenir l'activité tout au long de cette année.»

Reprise économique moins homogène en Europe

En Europe, la reprise économique affiche un caractère moins homogène, les activités de services demeurant fortement impactées par les mesures de distanciation relativement strictes dans la plupart des pays.

«L'écart du niveau d'activité entre le secteur secondaire et le secteur tertiaire devrait se combler à l'approche de températures plus élevées au printemps et de taux de vaccination progressivement supérieurs», précise l'économiste luxembourgeois.

En Chine, la réduction des voyages pendant la période traditionnellement animée du

nouvel an chinois pourrait quelque peu peser sur les chiffres du PIB du premier trimestre sans remettre en question le caractère robuste de la croissance actuelle.

Au Japon, la publication des chiffres préliminaires de croissance du quatrième trimestre de 2020 confirme la poursuite de la reprise conjoncturelle, portée par les investissements des entreprises et les exportations.

Performances boursières fortement divergentes au niveau sectoriel

Globalement, les marchés actions ont évolué favorablement en février, même si les gains furent quelque peu réduits en fin de mois par la baisse des cours déclenchée par la remontée des taux longs.

«Au niveau sectoriel, les performances ont fortement divergé, les secteurs sensibles à la conjoncture comme l'énergie et le finance affichant de fortes progressions alors que la plupart des entreprises évoluant dans des activités considérées comme défensives comme la consommation de base et la santé ont même subi une baisse de leurs cours de bourse.»

Poursuite d'une politique monétaire expansive

Aux Etats-Unis, le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a répété lors du témoignage semi-annuel devant la commission bancaire du Sénat que les objectifs en termes d'inflation et d'emploi étaient loin d'être atteints, écartant toute possibilité de durcissement monétaire dans un avenir proche.

En Europe, la présidente de la BCE Christine Lagarde a réitéré le maintien des mesures monétaires importantes de soutien tout en encourageant les gouvernements à poursuivre leurs efforts de stimulation budgétaire.

Remontée des rendements à échéance des obligations d'Etat aux Etats-Unis et en Europe

«La remontée des prix des matières premières, les espoirs d'une ouverture progressive des économies dans le courant du printemps et la poursuite d'importantes mesures publiques de soutien ont entraîné une remontée des rendements à échéance des obligations d'Etat des deux côtés de l'Atlantique», conclut Guy Wagner.

Au secours, l'économie se redresse !

Par Olivier de BERRANGER, directeur général délégué & CIO, avec la complicité d'Alexis Bienvenu, gérant, La Financière de l'Echiquier

Fin février, à l'orée du vote d'un troisième plan de soutien américain d'une ampleur inédite, les taux américains à 10 ans ont retrouvé leur niveau précédent la crise du Covid, autour de 1,5%. Bonne nouvelle ? Pas pour les actions, qui fléchissent à cette nouvelle, en particulier le Nasdaq. Pourtant, les marchés ne devraient-ils pas se réjouir de cette normalisation ? Enfin des taux qui rémunèrent le prêteur et non le débiteur ! Enfin une incitation à consommer plutôt qu'à épargner encore davantage !

Certes, la transmission de la hausse de taux longs à l'économie réelle conduit à un durcissement des

conditions financières. Mais la phase actuelle du cycle est au redémarrage.

En l'absence de nouveaux confinements, la dynamique de rebond est telle qu'elle devrait pouvoir s'accommoder d'une remontée modérée des taux. Et ce d'autant qu'une légère remontée de l'inflation - une reflation - est anticipée, notamment aux Etats-Unis grâce au nouveau plan de relance.

Une reflation contenue permettrait aux taux réels, c'est-à-dire aux taux nominaux corrigés de l'inflation, de rester minimes, voire négatifs. La situation serait alors financièrement idéale : des taux nominaux positifs accompagnés de taux réels minimes, favorables à l'activité économique.

Il est vrai que la frontière est ténue entre une reflation favorable et une inflation destructrice, ce qui pourrait expliquer le stress du marché. Mais depuis dix ans l'inflation des pays riches, notamment au

Japon et en Europe, est trop basse. Par quel mécanisme pourrait-elle tout à coup exploser, alors que rien n'a fondamentalement changé dans le système économique ?

La fébrilité du marché doit donc s'expliquer autrement. En particulier par la crainte que les taux nominaux s'emballent, surtout dans un environnement où les gouvernements inondent le marché de dette pour absorber leurs déficits.

Mais les banques centrales l'ont prouvé à de nombreuses reprises, elles contrôlent fermement les taux. Nul doute qu'elles absorberaient l'excès d'offre obligataire en cas de besoin, «whatever it takes», comme disait le «sauveur de l'euro», nouveau maître de Rome.

La dernière explication serait une crainte spécifique sur l'avenir des valeurs les plus chères de la cote, en particulier les sociétés d'innovation digi-

tales ou énergétique. Leur prix actuel ne se justifie que par des hypothèses optimistes à long terme.

Une augmentation structurelle du coût du capital impacterait fortement leur valorisation et les fragiliserait. Leur retournement serait alors violent. TESLA par exemple a perdu 20% sur le mois de février, dans un mouvement exactement inverse aux taux américains à 10 ans. Mais ce risque, sans être anecdotique, reste localisé. Des géants avisés sauront trier le bon grain de l'ivraie. En contrepartie, les bénéficiaires pour le reste du système économique sont considérables.

La balance est donc vite faite : que les taux montent ! (Sorry Elon Musk !) Le marché actions dans son ensemble, en pleine phase de reprise économique, devrait pouvoir faire face. Et à terme, le marché obligataire pourrait même retrouver de l'intérêt. Peut-on souhaiter une meilleure nouvelle boursière ?

On COVID-19 and Decision Theory

Last year's rapid spread and development of the so-called COVID-19 has taken most governments and decision makers by surprise. Most governments under time pressure and facing considerable uncertainty locked down most of the western populations in a dangerous precedent for "fundamental rights and freedoms" of EU citizens. This together with the development of digital technologies led to "governments expanding their location-surveillance capacities in step with the global creep toward authoritarianism" (COVID-19 isn't the only threat to privacy in Foreign Affairs (2020)). There is thus a real danger of a new digital authoritarianism (Digital Dictators (Foreign Affairs (2020)), How Artificial Intelligence Will Reshape the Global Order (Foreign Affairs (2018)).

This is a dangerous path for Democracies especially as the DNA of Democracy are the Fundamental Law and Human Rights, conditions for Open Societies along the line of Popper (1945) to exist, rather than who is elected. In academia, also, this digital authoritarianism has led to a push towards recording of lectures, whose legality can be questioned on the grounds of "fundamental rights and freedoms" if it is done without the consent of the parties, teachers as well as students, according to the GDPR Directive (EU (2016)). Strangely none of those Human Rights activists that generally make a lot of noise to defend minority rights has been very active in taking up the topic to defend their own citizens.

Anyway, most decision makers can be legitimately excused for being under pressure which typically leads to sub-optimal decisions. As pointed out in a recent paper by a few high-flyer decision theorists (Berger et al. (2021)), decision makers were "lacking reliable information on the transmission mechanisms of the virus, on the effectiveness of possible actions, and their health and socio-economic consequences". In such a situation, decision makers typically need to aggregate different sources of information. The authors point out that decision-

theoretic approaches and models could be useful to guide appropriate policy responses and rationalize decisions.

They analyse potential decisions along three layers of uncertainty (Aydogan et al. (2018)). **Uncertainty within models**, which refers to the standard notion of risk in decision theory. **Uncertainty across models**, which refers to uncertainty about the parameters of models. Finally, there is **uncertainty about models**, which means that there is uncertainty about the assumptions and structures of the models themselves. This uncertainty is also called misspecification. Hansen (2014), Marianacci (2015) as well as Hansen and Marinacci (2016) present detailed accounts of Model Uncertainty.

A policymaker typically needs to aggregate different information sources and expert opinions. This is a typical problem of elicitation techniques and knowledge management within the framework of decision sciences. The risks in decision making are cognitive biases, especially as neither the politicians, nor the experts have "skin in the game", I mean economically, apart from being re-elected. Modern Decision Theory provides normative guidelines, based on consistency axioms. This leads to, in principle, coherent and defensible decisions. Gilboa and Samuelson (2020) develop such a coherence test based on decision theoretic tools. As pointed out by Berger et al. (2021) "at some point committees will be investigating how decisions were taken... and policymakers will be taken to account for their actions" and a formal approach to ex-post justify decisions will be of foremost importance.

In order to be able to take into account radical uncertainty also called epistemic uncertainty, modern decision theory has developed specific models that Berger et al. (2021) apply to the case study of school closures. According to Viner et al. (2020) the effectiveness of school closures was highly uncertain at the time of closure decision. Given the uncertainty about the effectiveness of school closures, three models are analysed in the case study. At the centre, is the degree of transmission through children.

Model 1: Evidence from influenza is used to determine the transmission of infections and children are highly transmissive. School closures are thus highly effective.

Model 2: Evidence from previous COVID cases is used and a minimal transmission between children is observed. In this case, closing schools is not so effective to reduce the epidemic and psycho-social and economic consequences outweigh.

Model 3: The model presumes some degree of transmission between children but that it is quite limited, so closing schools, as such, has a limited effect. The trade-off between health and socio-economic consequences is more complex.

To make a trade-off, political decision makers need to take those diverse models and the uncertainty surrounding them into account. As pointed out by Berger and Bosetti (2020), this implies preferences by the decision maker and notably a certain degree of aversion to uncertainty. It can also reasonably be presumed that policy makers preferences are largely conditioned by re-election prospects. This is also where the danger for Fundamental Rights lies in the current situation. Uncertainty averse politicians might excessively restrict Fundamental Rights of their citizens using paternalistic arguments and exploiting fears to gain re-election. Such kinds of behaviours are largely documented in the Public Choice and Law and Economics literature.

Berger et al. (2021) analyse the optimal duration of school closures through three types of decision theoretic models. **Subjective Expected Utility** where decision makers put subjective weight on each model. In the case study with weight one third put on each model, the authors find an optimal 10-week closure. The **smooth ambiguity model** (Klibanoff et al. (2005)) is more flexible and can be used to model attitudes towards uncertainty, notably uncertainty aversion. Berger et al. (2020) show that with a slight degree of uncertainty aversion the optimal closure would be 12 weeks. The last model analysed by the authors is the **max-min approach**, which implies extreme cautiousness and presumes that the worst-case model is the right one. In the case study it is Model 1 mentioned above and the optimal closure time is 20 weeks.

As information is rapidly accumulating and the situation is still uncertain it is difficult to assess the evolution. The approach developed in the paper is, however, especially interesting as it enables decision theoretic specialists to extract information about political decision makers' implicit preferences from

their choices. This is an approach that economists call elicitation techniques. As the authors of the study conclude, "it is important to counteract what is too often displayed by self-described experts who seek to influence policymakers and the public by projecting false pretense of knowledge" and here decision theory is useful. It will be interesting to estimate the implicit trade-offs with post-crisis data.

References

- Aydogan, I., Berger, L., Bosetti, V. and Liu, N. (2018) "Three Layers of Uncertainty and the Role of Model Misspecification: An Experiment", Bocconi University.
- Berger, L., Berger, N., Bosetti, V., Gilboa, I., Hansen, L.-P., Jarvis, Ch., Marinacci, M. and Smith R. (2021) "Rational policymaking during a pandemic", Proceedings of the National Academy of Sciences 118(4).
- Berger, L. and Bosetti, V. (2020) "Are Policymakers Ambiguity Averse?" *The Economic Journal* 130, 331-355.
- EU (2016) "Regulation on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data and repealing Directive 95/46/EC"
- Foreign Affairs (2018) "How Artificial Intelligence Will Reshape the Global Order: The Coming Competition Between Digital Authoritarianism and Liberal Democracy" July issue.
- Foreign Affairs (2020) "The Digital Dictators: How Technology Strengthens Autocracy", April issue.
- Foreign Affairs (2020) "COVID-19 isn't the only threat to privacy: In US Politics, surveillance was the norm long before the pandemic" May issue
- Gilboa, I. and Samuelson, L. (2020) "What were you thinking? Decision Theory as Coherence Test".
- Hansen, L. P. (2014) "Nobel Lecture: Uncertainty Outside and Inside Economic Models", *Journal of Political Economy* 122 (5), 945-987.
- Hansen, L. P. and Marinacci, M. (2016) "Ambiguity Aversion and Model Misspecification: An Economic Perspective", *Statistical Science* 31: 511-515.
- Klibanoff, P., Marinacci, M. and Mukerji, S. (2005) "A Smooth Model of Decision Making under Ambiguity", *Econometrica* 73: 1849-1892.
- Marinacci, M. (2015) "Model Uncertainty", *Journal of the European Economic Association* 13(6):1022-1100.
- Popper, K. (1945) *The Open Society and Its Enemies*. 2 volumes. London: Routledge.
- Viner, R., Simon, R., Croker, H., Packer, J., Ward, J., Stansfield, C., Mytton, O., Booy, R. (2020) "School Closure and Management Practices during Coronavirus Outbreaks Including COVID-19: A Rapid Systematic Review", *The Lancet Child & Adolescent Health*.

Dr. Michel VERLAINE

ICN Business School

Head of the Finance and Risk Management Master specialization in Berlin

<https://www.icn-artem.com/en/berlin-campus>

Michel.verlaine@icn-artem.com