Points clefs à retenir (au minimum…) du cours « les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille ».

J'indique ici uniquement les slides concernées, mais sur certains points la relecture des compléments fournis sur le site est aussi très utile.

Cours du 12/09/22: Présentation générale, besoins en analyse économique des "fondamentalistes purs".

1/ Quels sont les différents styles de gestion tactique (c'est à dire avec un horizon de court terme) identifiés dans le cours ?

La slide 6 fait une première présentation de ces styles sur lesquels nous revenons souvent dans le cours.

2/ Quelle est la formule de valorisation fondamentale (simplifiée par rapport à ce que vous pouvez voir dans d'autres cours) pour les obligations d'Etat supposées ici sans risque de défaut ? Bien comprendre la formule, notamment la définition des variables, et sa rationalité. Slide 7.

3/ La différence entre volatilité et risque. Connaître la formule du CAPM et le rôle du béta. Bien comprendre quelle prime de risque le CAPM tente de quantifier : c'est la prime de risque de court terme (que l'on pourrait qualifier de prime de risque « tactique ») exigée à un moment donné pour détenir des actifs avec un horizon de placement court. Slide 8 et 9.

Le CAPM fournit une première approche pédagogiquement très utile de la différence entre volatilité et risque, et des déterminants de cette prime de risque de court terme. Le CAPM repose cependant sur un certain nombre d'hypothèses restrictives qui le rend assez peu opérationnel pour chiffrer cette prime de risque de court terme. Certaines limites sont mentionnées dans les slides 3 et 4 du cours du 19/09/22. Elles sont intéressantes, mais il n'y aura pas de question spécifique sur ce point dans l'examen.

Cours du 19/09/22: Suite des besoins en analyse économique des "fondamentalistes purs".

4/ Bien comprendre l'articulation entre les primes de risque présentes dans les modèles fondamentaux de valorisation (pour les obligations d'Etat comme pour les autres classes d'actifs) et les primes de risque de court terme. Les prix des actifs dépendent en principe des anticipations que forment les investisseurs sur la moyenne future des primes de risque de court terme (ou « tactiques »). « *Dans un monde rationnel, les chocs futurs sont intégrés dans les prix dès qu'ils sont anticipés (exemple: une hausse prévisible de la dette publique doit faire monter les taux longs dès maintenant)* ». Slide 3, thème sur lequel nous sommes souvent revenus.

5/ Quelle est la formule de valorisation fondamentale (simplifiée par rapport à ce que vous pouvez voir dans d'autres cours) pour les actions ? Bien comprendre la formule, notamment la définition des variables, et sa rationalité. Slide 5.

Cours du 23/09/22: Fin des besoins en analyse économique des "fondamentalistes purs" et cas des "fondamentalistes sceptiques".

6/ Quelle est la formule de valorisation fondamentale (simplifiée par rapport à ce que vous pouvez voir dans d'autres cours) pour les taux de change ? Bien comprendre la formule, notamment la définition des variables, et sa rationalité. Slide 5.

La petite discussion de l'historique des modèles de valorisation des taux de change, et des raisons pour lesquelles l'expression de la slide 5 ne s'est pas totalement imposée, est intéressante, mais il n'y aura pas de question spécifique sur ce point. Slides 2 à 4.

7/ Comme pour toute classe d'actifs, la prime de risque à introduire dans l'expression de la slide 5 est une moyenne des primes de risque de change de court terme (ou « tactiques ») probables dans le futur. Quels sont les déterminants à chaque instant de ces primes de risque de change de court terme ? Dette extérieure et béta. Slide 6.

8/ Bien comprendre la logique de l'approche fondamentaliste sceptique et ce qui la distingue de l'approche fondamentaliste pure. Slides 7 et 8.

Rappel : même si j'emploie ce vocabulaire dans mon examen, il n'est pas du tout universel. Quand les universitaires parlent des fondamentalistes, ils parlent de ce que nous appelons les fondamentalistes purs. Il n'y a pas à ma connaissance de terme consacré pour décrire les investisseurs centrés sur les surprises.

9/ Bien comprendre comment les surprises jouent en principe sur des marchés sains où les prix sont en cohérence avec une approche fondamentaliste pure. Bien identifier les situations d'ambiguïté et comprendre pourquoi (slides 9, 10, 11 + complément disponible sur mon site).

Cours du 26/09/22: Fin des besoins en analyse économique selon les modes d'investissement et début de l'analyse économique du long terme.

Il y a eu dans cette séance une rapide discussion des approches fondées sur des modèles réduits qui se présentent comme « fondamentalistes pures » mais sont plutôt de catégorie « quant » (avec ses avantages et inconvénients). Je pense important de comprendre cette discussion mais il n'y aura pas de question spécifique sur le sujet. Slides 3, 4.

10/ Question clef pour l'investisseur qui doit chercher le style de gestion adapté (qui peut varier au cours du temps). Qu'est ce qui fait bouger les marchés ? Bien comprendre la discussion entamée menée dans les slides 4 à 8 (rôle des changements d'opinion, des flux structurels et des mouvements techniques).

La slide 7 traite d'un sujet important. Les changements progressifs de primes de risque (liés par exemple au QE/QT, à des mesures fiscales en faveur de l'achat d'actions, etc…) doivent-ils créer des tendances lourdes – haussières ou baissières – sur les marchés ? En principe non, car sur des marchés efficients, les valorisations fonctionnent en principe par bonds et les prix actuels doivent intégrer une estimation des primes de risque futures (toujours le même thème !). Mais pour de nombreuses raisons, les marchés ne semblent pas très efficients et il y a des tendances exploitées par les chartistes. Pas de question à l'examen sur cette slide : comme dit à de nombreuses reprises, l'analyse de l'inefficience des marchés, et de ce qui conduit à des marchés « malsains », est très controversée et n'est abordée que de façon incidente dans le cours.

Cours du 30/09/22: Chômage structurel, productivité du travail, croissance potentielle.

11/ Bien comprendre ce qu'est le taux de chômage structurel (NAIRU) et ce qui le détermine (« chômage frictionnel », « chômage volontaire », « chômage involontaire »). J'ai insisté sur le rôle clef du mode de formation des salaires. Slides 5 à 9.

12/ Comprendre d'où proviennent les gains de productivité du travail (slide 12) et les difficultés importantes que l'on rencontre pour les mesurer correctement (slide 14 et slide 3 de la séance du 14/10/22).

Cours du 14/10/22: Début du rendement du capital.

13/ Bien comprendre les différentes notions de rendement du capital et le rôle des deux primes de risque fondamentales (la prime de risque de change : différence entre le rendement sans risque de pays n'ayant pas la même monnaie et la prime de risque sur le capital investi, différence entre le rendement global du capital et le taux sans risque dans un pays donné). Slide 6.

14/ Bien comprendre ce qui détermine l'accumulation patrimoniale souhaitée par les ménages et le rôle du rendement du capital (slides 7 et 8).

15/ La capacité des entreprises à absorber l'épargne des ménages : qu'est ce qui détermine à long terme l'offre de titres des entreprises ? Slides 9 et 10. Pas de question spécifique sur la Cobb-Douglas, mais nécessité de comprendre que l'offre globale de titres par les entreprises à long terme est une question essentiellement « technologique ».

16/ Comprendre ce qui in fine détermine le rendement du capital **à long terme** (équilibre du marché des capitaux) avec le rôle joué par les deux types de primes de risque. Slides 12, 13 de cette séance et 6, 14 de la séance du 21/10/22.

Equations clefs pour le rendement global du capital avec $\boldsymbol{p_r^e}$ la prime de risque de change :

$$\boldsymbol{P}(c_k^{inter}) = \boldsymbol{D} + \boldsymbol{V}(c_k^{inter})$$

$$\boldsymbol{c_k} = \boldsymbol{c_k^{inter}} + \boldsymbol{p_r^e}$$

$$p_r{}^e = F(D + V(c_k{}^{inter} + p_r{}^e) - P(c_k{}^{inter} + p_r{}^e))$$

Equations clefs pour les taux sans risque (**A long terme**).

En supposant pour simplifier la prime de risque sur le capital investi $(\boldsymbol{p_r})$ la même dans les différents pays.

$$r = \boldsymbol{c_k} - \boldsymbol{p_r}$$

$$\boldsymbol{r^{inter}} = \boldsymbol{c_k^{inter}} - \boldsymbol{p_r}$$

D'où aussi (**A long terme**):

$$\boldsymbol{r} = \boldsymbol{r^{inter}} + \boldsymbol{p_r^e}$$

Ou

$\boldsymbol{r} = \boldsymbol{c_k^{inter}} + \boldsymbol{p_r^e} - \boldsymbol{p_r}$ ***(relation souvent mentionnée qui indique le rôle clef joué par les deux primes de risque dans la détermination à long terme du taux sans risque d'un pays donné).***

Plus que les formules, c'est la logique d'ensemble des relations déterminant le rendement du capital que vous devez connaître.

Cours du 21/10/22: Règle d'or et taux courts d'équilibre.

17/ Comprendre ce qu'est et n'est pas la règle d'or ! Slides 6 à 9.

Il n'y aura pas de question spécifique sur l'approche originale que j'utilise pour essayer de donner des ordres de grandeur raisonnables pour les taux courts d'équilibre dans la zone euro et aux US (en particulier, pas de question sur la prime de risque de change sur le dollar et ce qui la détermine, slides 11 à 13, bien que ce soit un sujet très intéressant !).

Cours du 28/10/22: Fin des taux courts d'équilibre, valorisations boursières d'équilibre.

18/ Bien comprendre pourquoi le véritable coût d'une dette (que ce soit la dette de l'Etat suite à l'accumulation de déficits budgétaires ou la dette extérieure d'un pays suite à l'accumulation de déficits extérieurs) dépend de l'écart entre le taux d'intérêt et la croissance économique (slides 5 à 8).

19/ Qu'est ce qui détermine la valorisation des entreprises à l'équilibre de long terme ? (slides 9, 10 et 16). Pas de question spécifique sur les données statistiques américaines (slides 11 à 15).

Cours du 4/11/22: Taux de change d'équilibre.

20/ Qu'appelle t'on le taux de change de parité des pouvoirs d'achat et quelles sont les raisons pour lesquelles la parité des pouvoirs d'achat ne peut pas être utilisée directement pour évaluer le taux de change d'équilibre de long terme (slides 6 à 8) ?

21/ Quel est le lien entre la capacité de financement d'un pays (différence entre l'épargne et l'investissement) et son taux de change d'équilibre (slides 9 à 12)?

22/ De quoi dépendent les exportations et les importations, et avons-nous une bonne connaissance du rôle joué par la compétitivité à court, moyen et long termes (slides 16 à 18 et slides 3 et 4 de la séance du 18/11/22)?

Cours du 18/11/22: Fin des taux de change d'équilibre. Analyse du court terme, présentation générale.

23/ Qu'est-ce qui explique la « viscosité » de court terme des salaires et des prix, c'est-à-dire le fait qu'un déséquilibre entre l'offre et la demande peut persister sans que les prix/salaires ne s'ajustent rapidement (slides 9 à 11)?

24/ Bien comprendre ce qui explique la volatilité des marchés (rigidités de l'économie réelle, irrationalité, modifications des primes de risque). Comme indiqué à plusieurs reprises, je n'attends pas de discussion subtile des inefficiences des marchés liées à la variabilité des primes de risque, c'est-à-dire le fait que des modifications de primes de risque peuvent être totalement manquées par les investisseurs prétendument fondamentalistes. Slides 17, 18 et slides 3 à 5 de la séance suivante (25/11/22).

Cours du 25/11/22: Début des prévisions économiques à court terme.

25/ Qu'est-ce qui détermine **la croissance** d'une année à l'autre de la consommation des ménages ?

Soyez totalement clair sur la prise en compte des différentes variables : niveau, dérivée, dérivée seconde (slides 13 à 17).

$$\frac{\Delta C}{C} = \alpha \frac{\Delta R}{R} + (1-\alpha)(\frac{\Delta R}{R})_{-1} + \gamma\left(\frac{\Delta E}{E} - (\frac{\Delta E}{E})_{-1}\right)$$

Cours du 2/12/22: Suite et fin des prévisions économiques à court terme.

26/ Qu'est ce qui détermine **la croissance** d'une année à l'autre de l'investissement des entreprises ? Soyez totalement clair sur la prise en compte des différentes variables : niveau, dérivée, dérivée seconde (slides 4 à 9).

27/ Qu'est ce qui détermine **la contribution des stocks à la croissance économique** d'une année à l'autre ? Soyez totalement clair sur ce que l'on appelle la contribution des stocks à la croissance et comment jouent les facteurs explicatifs **(**niveau, dérivée, dérivée seconde… slides 11 à 15).

A noter : sur la partie prévisions à court terme, je ne vous demande pas bien sûr d'apprendre par cœur les prévisions de la Commission Européenne, et les différents doutes exprimés en cours. Vous devez seulement comprendre les principaux raisonnements utilisés dans une prévision à court terme.

Cours du 9/12/22 et 16/12/22 : Discussion des perspectives de marché.

Là aussi je ne vous demande pas de retenir les différents chiffrages donnés sur les obligations US et la parité $/€. Ces deux séances visent à illustrer de façon plus concrète comment fonctionnent les modes de prévision discutés dans la première partie.