

Les fonds de finance comportementale battent-ils le marché ?

La finance traditionnelle repose sur des hypothèses de rationalité qui sont celles de l'économie néo-classique. Les agents sont supposés avoir une rationalité axiomatique, ce qui signifie qu'ils se comportent conformément à un certain nombre d'axiomes mathématiques. Ils sont supposés être capables de réviser leurs croyances ou leurs anticipations sans biais dès que des informations nouvelles leur sont communiquées. Il s'agit de l'hypothèse de révision bayésienne des anticipations. Ils sont ensuite supposés prendre des décisions conformément aux fins qu'ils poursuivent. Il s'agit de l'hypothèse d'autocontrôle. Enfin, ils sont supposés maximiser leurs fonctions d'utilité. Dans le cas de la gestion de portefeuille, il s'agit de maximiser sa valeur pour le niveau de risque souhaité. Les outils de la gestion de portefeuille tels qu'ils sont présentés dans tous les manuels standards supposent ces hypothèses valides¹. Si tous les investisseurs se comportaient de cette façon, les marchés seraient nécessairement efficaces dans le double sens où les cours des titres correspondraient en permanence à leur valeur fondamentale et où l'information nouvelle étant de fait systématiquement incluse dans les cours, il ne serait pas possible à un gérant de portefeuille de battre le marché sur la base d'informations nouvelles. Le problème de cette approche de la finance est qu'elle ne permet pas de comprendre pourquoi les prix s'écartent régulièrement des valeurs fondamentales des titres et tout un ensemble de phénomènes qui ont été qualifiés d'anomalies et de puzzles² car ils ne devraient pas exister. L'apport de la finance comportementale est de montrer que les investisseurs sont loin de se comporter de façon aussi rationnelle que le supposent les économistes néo-classiques. Ils sont sujets à des heuristiques et des biais qui les conduisent à prendre des décisions qui ne sont pas systématiquement optimales. L'effet agrégé de leurs comportements permet d'expliquer précisément les anomalies et puzzles de la finance néoclassique³. Le marché ne serait donc pas efficace et il serait alors possible à des gérants actifs d'exploiter ces travers des investisseurs dès lors qu'ils les connaissent. Ainsi, à partir des années 1990 des sociétés de gestion ont proposé aux investisseurs des fonds dit « comportementaux ».

Dans un premier temps, nous verrons s'il est réellement possible d'exploiter les travers mentaux des investisseurs. Nous analyserons ensuite ce qui se cache derrière les fonds « comportementaux », enfin nous concluons par un résumé de nos connaissances actuelles sur la performance de ces fonds.

Est-il possible de construire des stratégies qui permettent d'exploiter de façon systématique des biais ou des situations de marché ?

Dans une critique fameuse de la finance comportementale, Fama⁴ reproche à ses tenants de ne pas être capables de proposer un modèle alternatif à celui de la finance néo-classique. Il s'étonne du fait que dans certains cas, les agents sur-réagissent à certaines informations alors qu'ils sous-réagissent dans d'autres cas. Il s'étonne aussi qu'ils n'apprennent pas à corriger leurs erreurs pour devenir plus efficaces. Ce devrait être le cas si tous les investisseurs se ressemblaient et se comportaient de la

¹ Les différentes hypothèses sont généralement exposées dans les premiers chapitres des livres de gestion de portefeuille et de théorie financière. Nous ne les développons donc pas plus.

² Pour une revue de ces anomalies, voir les chapitres sur l'efficacité des marchés des manuels de gestion de portefeuille, par exemple Alphonse P. et al., « *Gestion de portefeuille et marchés financiers* », 2^{ème} éd., 2017, Pearson ou Hamon J., « *Bourse et gestion de portefeuille* », 5^{ème} éd., 2014, Economica.

³ Pour une revue de la littérature sur le sujet, voir Chikh S. et P. Grandin, « *La finance comportementale* », 2016, Economica.

⁴ Fama E., 1989, « Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance », *Journal of Financial Economics*, vol. 49.

même façon. Or, ce n'est pas le cas. Comme l'explique très bien Cornell⁵, les comportements irrationnels des investisseurs⁶ dépendent à la fois d'eux mais aussi des circonstances qui ne sont jamais les mêmes. Si l'irrationalité des investisseurs dépend du moment et des circonstances, alors elle peut persister et avoir un impact continu sur les cours mais qui change d'une situation à l'autre. Cornell prend l'exemple du cours de la société Tesla qui est passé de 36\$ en mars 2013 à des niveaux de 300\$ aujourd'hui⁷. Cette forte hausse ne peut pas s'expliquer par un changement des facteurs fondamentaux. Elle a toute l'apparence d'une bulle. Elle peut s'expliquer à la fois par un engouement pour les produits de la société, un bon marketing et une « admiration messianique de la capacité qu'aurait Elon Musk à transformer le marché automobile ». Ces causes sont propres à cette société et la connaissance des raisons qui ont conduit à des bulles spéculatives sur d'autres titres est de peu d'utilité pour comprendre ce qui se passe sur Tesla. Le marché est composé de nombreuses valeurs sur lesquelles il y a des bulles et des crashes plus ou moins importants qui conduisent les cours des titres à dévier de leur valeur fondamentale. Si les raisons pour lesquelles ces bulles et crashes se produisent sont suffisamment différentes et arrivent de façon aléatoire sur le marché, alors elles s'apparentent à du bruit⁸. Cette notion définie par Black⁹ recouvre le fait que les cours bougent constamment pour d'autres raisons que des changements d'anticipations portant sur la valeur fondamentale des titres. Cornell conclut son article en soulignant que les stratégies d'investissement qui s'appuient sur des biais persistants doivent donc être traitées avec suspicion. Selon lui, la seule façon d'essayer d'exploiter les erreurs de valorisation consiste à s'appuyer sur l'analyse fondamentale. On en revient donc ainsi à la gestion active traditionnelle.

Si les erreurs faites par les investisseurs sont contextuelles, comme l'explique Cornell, il y a quand même des moments identifiables à l'avance ou elles sont susceptibles d'être faites tout simplement parce que certains contextes se reproduisent régulièrement. Ainsi, il y a une littérature académique abondante sur le fait que les investisseurs ont tendance à sous-réagir à l'information nouvelle qui est diffusée par les firmes lorsqu'elles annoncent leur bénéfice¹⁰. Il y aurait les semaines qui suivent une annonce un « *post earnings announcement drift* » que des investisseurs astucieux pourraient exploiter. Certains fonds de finance comportementale précisément cherchent à exploiter cette anomalie.

Quelles sont les stratégies des fonds de finance comportementale ?

Certains économistes emblématiques de l'approche comportementale de la finance ont créé des sociétés de gestion pour exploiter leurs travaux. C'est notamment, le cas de Richard Thaler, prix Nobel d'économie 2017, qui est un des fondateurs de la société Fuller-Thaler Asset Management en 1993. Josef Lakonishol, Andréï Shleifer et Robert Vishny ont quant à eux fondé la société LSV Asset

⁵ Cornell B., 2018, « What is the alternative hypothesis to market efficiency », *Journal of Portfolio Management*, vol. 44.

⁶ Le terme irrationnel vient en opposition à la définition de rationalité des modèles d'économie néo-classique. Il ne s'agit donc pas d'irrationalité au sens commun du terme mais plutôt de rationalité cognitive.

⁷ Note rédigée début septembre 2018.

⁸ L'économiste Vernon Smith a montré sur des marchés expérimentaux que les bulles et les crashes sont plutôt la règle que l'exception. Voir Smith V., G. Suckanek et A. Williams, 1998, « Bubbles, Crashes, and endogenous expectations in experimental spot asset markets », *Econometrica*, vol. 56 et Smith V., R. King, A. Williams et M. Van Boening, 1993, « The robustness of bubbles and crashes in experimental stock markets » in Day R. et P. Che, éd : *Non linear dynamics and evolutionary economics*, Oxford UP.

Il a reçu le prix Nobel d'économie en 2002 pour ses travaux.

⁹ Black F., 1986, « Noise », *Journal of Finance*, vol. 49.

¹⁰ Voir la revue de la littérature sur le sujet dans Alphonse P. et al., « *Gestion de portefeuille et marchés financiers* », 2^{ème} éd., 2017, par exemple. Pour les biais des investisseurs susceptibles de l'expliquer, voir Chikh S. et P. Grandin, op. cité.

Management en 1994. Le site de la première société¹¹ nous apprend que la gestion bottom-up consiste à exploiter les idées de la finance comportementale. Il s'agit notamment d'utiliser tous les outils disponibles pour repérer les valeurs dont les cours sont biaisés par le comportement des investisseurs. L'univers de gestion est essentiellement celui des *small caps*. La société LSV¹² affiche quant à elle l'objectif d'avoir une gestion à long terme performante s'appuyant là encore sur les biais des investisseurs. L'univers de gestion est principalement celui des titres *value*. D'autres sociétés de gestion ont proposé depuis lors des fonds de finance comportementale. JP Morgan Asset Management, pionnier en la matière, a lancé son premier fonds de ce type en 2003¹³. Il faut toutefois remarquer que la plupart de ces fonds sont des fonds de valeurs *value* ou de valeur de croissance. Il est légitime de se poser la question de l'opportunité pour une société de gestion de mettre en avant des fonds dits de finance comportementale pour profiter de la mode de ce type de gestion.

Depuis, d'autres sociétés de gestion mettent en avant leur volonté d'exploiter les erreurs des investisseurs à travers des fonds comportementaux. Certaines d'entre elles précisent clairement leur stratégie fondée sur des approches cherchant à exploiter des situations précises. C'est le cas par exemple de la société Quantology Capital Management. Créée le 1er août 2016, son fonds, Quantology Smart est un fonds *long/short actions market-neutral*. Son objectif est donc d'être faiblement exposé au marché (le maximum annoncé est de 20%) et d'avoir une volatilité faible. La stratégie est basée sur l'exploitation du *post-earnings-announcement-drift*. Plus précisément, le prospectus annonce qu'il s'agit d'acheter les titres dont le cours monte le jour de l'annonce des résultats trimestriels et de vendre ceux dont le cours baisse le jour de l'annonce des résultats en anticipant un effet momentum sur les cours les semaines qui suivent. L'univers de valeurs concernées est celui du NASDAQ COMPOSITE.

Quelles sont les performances de ces fonds ?

De façon anecdotique, Larry Swedroe, directeur de la recherche d'un regroupement de sociétés de conseil en gestion de patrimoine s'est amusé à comparer la performance de fonds représentatifs des sociétés Fuller & Thaler AM et LSV AM avec des fonds directement comparables de la société Dimensional Fund Advisors¹⁴ (DFA) qui gère ses fonds en faisant l'hypothèse que les marchés sont efficaces et que le *stock-picking* et le *market-timing* sur lesquels reposent la gestion active sont vains. Les conclusions sont les suivantes¹⁵. Le fonds de Fuller & Thaler, Undiscovered Managers Behavioral Value Fund, a obtenu une rentabilité annuelle moyenne de 11,59% sur la période d'étude de 15 ans contre 11,70% pour le fonds DFA Small Cap Value Funds. Le deuxième fonds de référence de la société Fuller & Thaler, Undiscovered Managers Behavioral growth Fund, a malheureusement été fermé en octobre 2012 et ses performances ne sont plus disponibles dans la base de données Morningstar qu'utilise Swedroe. Comme il le remarque justement, le fait que le fonds ait été fermé ne préjuge rien de bon quant à sa performance ! De fait, sur la période allant de 2000 à 2009, sa rentabilité annuelle moyenne était négative de 2% contre 5,7% pour le fonds comparable DFA's US Small Cap Fund. Qu'en est-il des fonds de LSV AM ? Le fonds LSV Value Equity Fund a eu une rentabilité annuelle moyenne de 9,20% durant les quinze années prises en référence par Swedroe contre 8,84% pour le fonds DFA Large Cap Value Fund. Soit une performance supérieure. Mais la société LSV AM gère aussi un fonds Conservative value Equity Fund pour lequel seules huit années de rentabilité sont disponibles. Sa rentabilité annuelle moyenne était de 4,88% contre 6,12% pour le fonds comparable de DFA. Ces comparaisons directes de performances montrent donc que même pour les sociétés de gestion dans lesquelles des économistes parmi les plus fins connaisseurs des

¹¹ <https://www.fullerthaler.com/>

¹² <http://lsvasset.com/>

¹³ jpmorganfunds.com

¹⁴ <https://us.dimensional.com/>

¹⁵ <https://www.etf.com/sections/index-investor-corner/swedroe-behavioral-finance-falls-short?nopaging=1>

comportements des investisseurs sont impliqués, il est manifestement difficile d'exploiter de façon profitable leurs erreurs.

Il existe encore peu d'études sur la performance des fonds « comportementaux » mais celles qui ont été faites à ce jour montrent que leur performance globale mesurée à partir des indicateurs traditionnels de mesure de performance est équivalente à celle du reste de la gestion active. Ils ne sont pas en mesure de battre leur benchmark. Voyons quelques études plus en détail.

Une des premières études sur la performance des fonds comportementaux est celle de Wright et ses co-auteurs¹⁶. Leur analyse porte sur 16 fonds. Ils montrent que ces fonds ont des rentabilités en moyenne supérieures à celles de l'indice S&P 500 mais ce sont des fonds fortement investis dans des valeurs *value* et, lorsqu'il est tenu compte de ce biais, la performance est similaire à celle de l'indice. Leur conclusion est que ces fonds sont équivalents à des fonds *value* traditionnels. Santoni et Kelshiker¹⁷ analysent quant à eux la performance de 31 fonds entre 1997 et 2003 ne réussissent pas à mettre en évidence une sur-performance de ces fonds par rapport à leur benchmark. La performance est meilleure pendant les périodes de marché haussier que pendant les périodes de marché baissier mais elle s'explique simplement par un effet taille.

Plus récemment, Goodfellow¹⁸ et ses coauteurs ont comparé la performance de 59 fonds comportementaux par rapport à la performance de fonds actifs similaires de 1990 à 2010 en utilisant plusieurs méthodes. Leur conclusion est claire. Ces performances ne sont globalement ni meilleures ni moins bonnes que celles des fonds comparables. Les fonds comportementaux américains seraient plus performants pendant les périodes de marché haussier si l'on ne regarde que le niveau de la rentabilité sans l'ajuster au risque mais ils seraient moins performants pendant les périodes de baisse sur le même critère. En Europe, la performance était plutôt négative, que les marchés soient haussiers ou baissiers. Nous pouvons noter qu'en ajustant la rentabilité par le niveau de risque pris par les fonds, la bonne performance des fonds comportementaux américains disparaît en période de hausse.

Enfin, Philippas¹⁹ a cherché à tester si la performance de ces fonds est meilleure pendant les périodes de crise de marché. Il a travaillé sur la période allant de janvier 2007 à mars 2013 qui englobe la crise des subprimes et la reprise qui a suivi sur le marché américain. La rentabilité moyenne mensuelle des 22 fonds étudiés était de 0,33% contre 0,27% pour l'indice S&P 500 et 0,5% pour la totalité du marché américain. Ces résultats sont conformes à ceux des études précédentes.

La conclusion est donc sans appel pour le moment. Les marchés sont peut-être inefficients dans le sens où les cours peuvent dévier de la valeur fondamentale des titres dans certains contextes mais il est difficile pour les investisseurs d'exploiter ses décalages dans le cadre d'une gestion active. Le marché semble donc rester efficient dans le sens cette fois-ci où les investisseurs ne peuvent pas le battre.

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School
Pascal Grandin, Professeur, FFBC-IMMD, Université de Lille
Octobre 2018

¹⁶ Wright C., P. Banerjee et V. Boney, 2008, « Behavioral finance : Are the disciples profiting from the doctrine ? », *Journal of Investing*, Winter.

¹⁷ Santoni A. et A. Kelshiker, 2010, « Behavioral finance : An analysis of the performance of behavioral funds », *Journal of Index Investing*, Fall.

¹⁸ Goodfellow C., D Schiereck et S. Wippler, 2013, « Are behavioral finance equity funds a superior investment ? A note on fund performance and market efficiency », *Journal of Asset Management*, vol. 14, N°2.

¹⁹ Philippas N., 2014, « Did behavioral mutual funds exploit market inefficiencies during or after the financial crisis ? », *Multinational Finance Journal*, vol. 18, N°1/2.