

L'exploitation des biais comportementaux vers une meilleure gestion active ?

Dans une note de réflexion dédiée au risque comportemental des investisseurs¹ publiée sur le site de la société Allianz, nous lisons l'assertion suivante : « *Les anomalies comportementales sont un fondement essentiel de la gestion active. Seuls ceux qui croient en la rationalité absolue des marchés et qui estiment que les cours intègrent de manière objective toute l'information disponible peuvent se fier à la gestion passive, qui consiste à investir aveuglément dans les indices.* »

Nous avons l'habitude de lire ce genre de raccourci pour justifier la gestion active mais ces quelques lignes sont plutôt un résumé de beaucoup de confusion laissant la porte ouverte à des arguments non justifiés. Pourquoi ?

Tout d'abord, il convient de définir à quelle notion d'efficience des marchés il est fait référence. Il faut ensuite faire le lien entre l'efficience et les gestions active et passive. Enfin, revenir sur la véracité du propos suivant : les « anomalies comportementales » peuvent être le « fondement essentiel de la gestion active ».

Qu'est-ce que l'efficience des marchés ?

L'efficience des marchés est un concept polysémique. Il peut s'agir de **l'efficience technique** qui fait référence à l'organisation et à la microstructure des marchés, de **l'efficience fonctionnelle** qui évalue si les marchés remplissent correctement les fonctions que doit remplir un système financier ou de **l'efficience informationnelle** qui porte sur le fait de savoir si les cours des titres intègrent bien l'ensemble de l'information disponible sur le marché et reflètent bien la « vraie » valeur des titres à un moment donné. C'est en général à cette dernière notion d'efficience que s'intéressent les gestionnaires de fonds². C'est tout à fait compréhensible si l'on considère que si 100% des cours n'intègrent pas 100% du temps toute l'information disponible, alors il existe des poches d'inefficience qui peuvent être exploitées dans le cadre de la gestion active. Un gestionnaire qui possède une information n'ayant pas été intégrée dans les cours peut prendre une position sur une valeur en attendant une correction du cours. Le cours correspond à la vraie valeur estimée du titre à partir du moment où l'ensemble de l'information disponible à un moment donné est correctement traitée et intégrée dans les prévisions des opérateurs.

Qu'est-ce que la gestion active et sur quelles idées repose-t-elle ?

Partons de l'idée qu'un marché n'est pas efficient à partir du moment où les sociétés qui sont cotées sont globalement surévaluées par rapport à leurs fondamentaux ou au contraire sous-évaluées.

La gestion active repose sur l'exploitation des anticipations que font les gestionnaires sur l'évolution des marchés financiers et du comportement des valeurs individuelles. Un gestionnaire capable de prédire avec un minimum de fiabilité la hausse ou la baisse du marché des actions par exemple pourra en faire profiter ses clients en augmentant ou en baissant l'exposition de son portefeuille à ce

¹ <https://fr.allianzgi.com/fr-fr/nos-publications/finance-comportementale/le-risque-comportemental-surpassez-vous-janvier-2016>, page 5.

² Et de fait, tout livre de gestion de portefeuille comporte un chapitre sur l'efficience des marchés présentant un état de l'art sur la question. Voir 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. Voir aussi notre note « *De la notion d'efficience des marchés* ».

marché. Dans le jargon professionnel, on dira alors qu'il fait du *market timing*. De la même façon, s'il est capable de dire quand va se faire la correction d'une valeur sous-évaluée ou surévaluée, il sera à même d'acheter une valeur avant que son cours ne monte et de la vendre avant que son cours ne baisse. On dit aussi qu'il fait preuve d'une bonne sélectivité, c'est ce qu'on appelle le *stock picking*. S'il a ce talent, il a intérêt à composer un portefeuille concentré sur les valeurs pour lesquelles il sait qu'elles vont progresser plus que le marché. Est-il suffisant de savoir si le marché ou les valeurs cotées sont sur- ou sous-évalués pour être capable de prendre ces décisions ? Certainement pas³. Les professionnels disposent d'outils relativement fiables pour être capables de porter un jugement sur le niveau de valorisation des marchés ou des titres. Il suffit d'ouvrir un livre de gestion de portefeuille pour en avoir un panorama. Nombreux étaient ceux qui pensaient que le marché des actions était nettement surévalué au début de l'année 1999 par exemple. Il n'en reste pas moins que cette année-là, il a encore progressé de près de 50%⁴ pour atteindre un niveau d'évaluation encore plus élevé au début de l'année 2000 ! Un gérant qui aurait vendu ses titres au début de l'année 1999 ou en tout cas allégé sérieusement son portefeuille en actions aurait fait une performance nettement inférieure au marché. De la même façon, une société peut rester longtemps sur- ou sous-évaluée. Porter un jugement sur le niveau de valorisation d'un marché ou d'un titre ne permet malheureusement pas de savoir quand et comment se fera la correction ! Et malheureusement, nous n'avons aucun outil pour cela. **Le fait de dire que des titres ou que le marché ne sont pas valorisés à leur juste prix n'est donc pas suffisant pour justifier la gestion active. Ou en tout cas pas suffisant pour espérer battre le marché et c'est ce qu'espère l'investisseur lorsqu'il achète de la gestion active.**

La gestion active ne bat pas les marchés

Par ailleurs, de très nombreuses études académiques se sont intéressées au fait de savoir si les fonds gérés activement avaient une performance nette supérieure à leur benchmark de référence, et la réponse est négative. Quelques études font apparaître une capacité de sélectivité des gérants mais pas suffisante pour compenser les frais de gestion et bénéficier à l'investisseur⁵. La plupart des études montrent aussi qu'il n'y a pas de stabilité de la performance des gestionnaires⁶. **Ce sont ces résultats qui justifient le développement de la gestion passive sous sa forme indicielle et pas autre chose. En tout cas, certainement pas l'hypothèse d'une rationalité absolue des marchés.** Investir « aveuglément dans les indices » vaut mieux que de subir les aléas de la gestion active et ses coûts !

Les anomalies comportementales justifient-elles la gestion active ?

La littérature académique montre qu'il existe de très nombreuses anomalies sur les marchés⁷. Qu'appelle-t-on une anomalie ? Il s'agit essentiellement d'une corrélation entre la rentabilité observée sur les titres et certaines de leurs caractéristiques. Ce peut être les rentabilités passées des cours pendant certaines périodes, ou des « dimensions » telles que la taille de capitalisation boursière, le niveau du PER, du PBR ou autre. Le terme d'anomalie fait référence au fait que d'après

³ C'est la raison pour laquelle, Statman (2018) distingue bien dans un article introductif sur l'efficience, l'hypothèse selon laquelle les titres ont des cours correspondant à leur valeur fondamentale et celle consistant à dire qu'il est possible de « battre » le marché. Voir Staman M., 2018, « Behavioral efficient market », *Journal of Portfolio Management*, vol. 44, N°3.

⁴ Le CAC40 a progressé précisément de 51,12% en 1999.

⁵ Voir par exemple Berk J. et J. van Binsbergen, 2016, « Active managers are skilled », *Journal of Portfolio Management*, Winter. Ces auteurs montrent que certains gérants de fonds sont en mesure de créer de la valeur ajoutée par rapport à une gestion passive mais la rentabilité nette de leurs fonds est nulle. Leur surperformance ne bénéficie pas à l'investisseur.

⁶ Pour une synthèse de la littérature, voir par exemple, Elton et Gruber, 2013, « Mutual Funds », *Handbook of the Economics and Finance*, Elsevier.

⁷ Nous laissons le lecteur se reporter aux ouvrages cités précédemment pour en avoir un panorama.

la théorie financière standard, seul le niveau de risque non diversifiable devrait faire l'objet d'une rémunération par le marché et donc expliquer les différences de rentabilités entre les titres à l'exclusion de tout autre facteur. Certaines anomalies ont été qualifiées de « puzzles ». Il s'agit d'observations récurrentes sur les marchés que ne peut pas expliquer la théorie financière standard. Un des apports majeurs de la finance comportementale est d'expliquer les anomalies et puzzles par le comportement des investisseurs. Ainsi, le biais d'investissement domestique proviendrait du sentiment de familiarité des investisseurs. Les phénomènes de sous-réaction ou de sur-réaction des cours à l'annonce d'information proviendrait dans certains cas d'effets d'ancrage, de conservatisme, de l'heuristique de disponibilité, du travers d'excès de confiance etc⁸. Le fait que la finance comportementale permette d'expliquer et de comprendre ces anomalies et puzzles est-il un élément suffisant pour justifier la gestion active est donc la question fondamentale ici posée. La réponse est NON ! **Le fait de comprendre certains comportements des titres et des marchés ne permet pas de les prévoir avec suffisamment de fiabilité pour qu'un gestionnaire puisse battre son benchmark avec régularité.** Comme l'explique Staman, un marché sur lequel les cours des actions sont égaux à leur valeur intrinsèque est impossible à battre car pour le faire, il faut pouvoir exploiter les écarts de valeur. Mais le marché peut être difficile à battre même si les cours ne sont pas égaux aux valeurs fondamentales ! Les cours peuvent très bien s'éloigner des valeurs fondamentales mais ces déviations sont difficiles à repérer et à exploiter de façon à générer une surperformance. Pour reprendre ses termes : « le marché peut être fou mais cela ne fait pas de vous un psychiatre ». **La croyance selon laquelle la finance comportementale justifie la gestion active montre surtout un énorme excès de confiance et ce que montre très bien la littérature en finance comportementale est que ceux qui sont sujets à ce travers ont plutôt une forte tendance à faire de grosses erreurs d'investissement.**

En conclusion, la finance comportementale n'apporte donc pas de justification particulière à la gestion active et ne remet pas du tout en cause les fondements de la gestion passive sous la forme indicielle. Le problème de l'industrie de la gestion de portefeuille est avant tout de chercher en permanence des justifications nouvelles à la gestion active qui est plus rentable pour elle que la gestion passive.

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School

Pascal Grandin, Professeur, FFBC-IMMD, Université de Lille

Octobre 2018

⁸ Pour une revue des heuristiques, biais et travers mentaux et la façon dont ils jouent lors de décisions financières, voir Chikh S. et P. Grandin, « *La finance comportementale* », 2016, Economica.