

**CHRISTOPHE BARRAUD, ÉTUDIANT À L'UNIVERSITÉ PARIS-DAUPHINE**

master 2 finance, est actuellement stagiaire assistant stratège chez Dexia Securities.

Il a publié plusieurs articles de recherche dans le domaine de l'asset management. Âgé de 22 ans, Christophe Barraud est également titulaire d'une maîtrise d'économie appliquée.

# L'efficacité informationnelle des marchés financiers en question

La gestion d'actifs prend une place de plus en plus importante au sein du système financier, au point que les prises de décision des gestionnaires semblent avoir un impact sur l'ensemble des bourses mondiales. Il est nécessaire de comprendre comment s'établissent leurs choix, comment les contraintes auxquelles doivent se plier les gestionnaires modifient leurs anticipations et de vérifier si leur attitude est rationnelle et ne remet pas en cause le corollaire de l'efficacité informationnelle des marchés financiers.

Le système financier mondial est en constante mutation, en témoigne la croissance fulgurante de la gestion d'actifs, qui, depuis la dernière décennie, a bénéficié de nombreuses innovations avec le développement de la gestion déléguée par les investisseurs à des gérants de fonds. Un dynamisme qui s'explique par les nombreux avantages que peuvent y trouver les investisseurs. Hormis le fait qu'ils puissent bénéficier des compétences des asset managers en ce qui concerne le choix des actifs placés en portefeuille, la gestion d'actifs offre la possibilité de diversifier un portefeuille pour un faible montant et engendre par la même occasion des économies d'échelle en matière de coûts de transaction et d'acquisition de l'information. Résultat : les gestionnaires et les encours qu'ils gèrent prennent de plus en plus de place au sein du système financier, au point que leurs prises de décision peuvent impacter l'ensemble des bourses mondiales. Il est donc

nécessaire de comprendre comment s'établissent les choix des gestionnaires d'actifs, comment les contraintes auxquelles ils doivent se plier modifient leurs anticipations et, *in fine*, de vérifier si leur attitude est rationnelle et ne remet pas en cause le corollaire de l'efficacité informationnelle des marchés financiers. Cette théorie de l'efficacité des marchés suppose en effet que le prix observé sur un marché reflète toute l'information disponible, ce prix englobant instantanément les conséquences des événements passés et reflétant les anticipations concernant les événements futurs. Fama (1965) fut le premier à donner une définition d'un marché financier efficace : « Sur un marché efficace, la concurrence que se livre un grand nombre d'opérateurs avisés crée une situation dans laquelle les prix des différentes valeurs reflètent, à chaque instant, les effets de l'information basée, d'une part, sur des événements qui se sont déjà produits et, d'autre part, sur des événements que le marché s'attend à voir

dans le futur. En d'autres termes, le prix pratiqué est, à tout moment, une bonne estimation de la valeur intrinsèque du titre. »

Dans cet article, nous tenterons de voir si le comportement des gestionnaires d'actifs s'apparente bien à la théorie et comment les contraintes supportées peuvent faire dévier leur comportement. Nous traiterons uniquement de l'efficacité informationnelle des marchés financiers, en mettant de côté l'efficacité allocative et opérationnelle.

## IMPACT DU PROCESSUS D'INVESTISSEMENT

Les processus de gestion constituent un élément important pour le choix des actifs financiers à inclure en portefeuille. Les gérants doivent suivre une procédure prédéterminée avant de prendre leur décision finale. Les deux processus les plus utilisés à ce jour sont les processus top-down et bottom-up.

La gestion top-down consiste, comme son nom le suggère, à choisir parmi les grandes classes d'actifs

et, ensuite, à sélectionner les titres. Ainsi, le gérant sera amené à faire des choix à un niveau sectoriel ou géographique. Il choisira ensuite un niveau sous-sectoriel et, enfin, retiendra des titres parmi ce sous-secteur (*voir schéma 1*).

La gestion bottom-up est inverse : le gérant retient des valeurs intéressantes, indépendamment du respect des proportions des grandes classes d'actifs.

Par ailleurs, dans le processus d'investissement, plusieurs étapes échappent au contrôle du gérant, en ce qui concerne le choix de la stratégie et de la politique d'investissement<sup>(1)</sup>. Il se trouve ainsi souvent très contraint dans ses choix et peut être amené à incorporer dans son portefeuille certains actifs qu'il évalue comme ayant une capacité à dégager une rentabilité inférieure à d'autres actifs qu'il ne peut choisir. Il faut également prendre en compte les contraintes en termes de temps, du fait de la multiplicité des comités d'investissement successifs dont l'opinion est nécessaire avant toute

## Un marché est dit efficient si, et seulement si, l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif coté sur le marché est immédiatement intégré.

prise de décision définitive. La multiplicité des comités et des personnes impliquées dans le processus de décision entraîne un décalage temporel entre l'apparition d'une nouvelle information et l'apparition réelle au sein du portefeuille géré. C'est une situation qui révèle une source potentielle d'inefficience des marchés financiers.

En effet, la théorie de l'efficience informationnelle des marchés nous enseigne aussi qu'« un marché est dit efficient si, et seulement si, l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif coté sur le marché est immédiatement intégré<sup>(2)</sup> ». Ce qui ne sera pas le cas ici, car il faudra attendre un certain laps de temps avant que la structure du portefeuille prenne en compte l'arrivée d'une nouvelle information.

### RÔLE DU BENCHMARK

L'importance des benchmarks dans la gestion contemporaine résulte de la généralisation d'un processus qui se déroule en deux temps : les gestionnaires vont d'abord déterminer une « allocation stratégique », souvent stable au cours du temps, puis choisiront « une allocation tactique ».

### INCLUSION OU EXCLUSION D'UN INDICE

La majorité des asset managers utilise un benchmark qui représente l'indice de référence auquel ils vont avoir recours pour établir leur stratégie d'investissement et mesurer leurs performances. Le choix du benchmark apparaît comme essentiel, du fait que les performances du portefeuille vont dépendre de sa qualité ; autrement dit, un mauvais benchmark diminuera la performance du portefeuille, et inversement. Ce type de gestion laisse une faible marge

aux gestionnaires d'actifs et peut entraîner des mouvements de prix anormaux. La composition des indices boursiers n'est jamais définitive et fait l'objet de modifications à la suite des variations de la capitalisation des sociétés émettrices de titres. Certains titres peuvent bénéficier de l'inclusion dans un indice et d'autres subir une exclusion. Ces va-et-vient influent directement sur les décisions des gestionnaires d'actifs. Lors de l'inclusion d'un titre nouveau, ce dernier entre automatiquement dans l'univers d'investissement des gérants se référant à cet indice comme benchmark. Pour respecter leur benchmark, les gérants vont acheter systématiquement les titres inclus dans les indices. La demande de titres relativement forte, vu l'importance de la gestion benchmarkée, provoque une hausse du titre s'expliquant seulement par l'inclusion du titre dans l'indice, et non pas par une valorisation soudaine de la firme qui l'a émis. Il en est de même lors de l'exclusion d'un titre. C'est dans ces mouvements que l'on rencontre une forme d'inefficience, du fait que la valeur fondamentale du titre n'est pas censée

être affectée par une intrusion ou exclusion (voir schéma 2).

En ce qui concerne les études empiriques, nous pouvons faire référence à Thomas (1996), qui a relevé une rentabilité anormale moyenne positive de 6,20% lors de l'entrée d'une valeur dans l'indice CAC 40 et une rentabilité anormale négative de 8,12% lors de la sortie d'une valeur de cet indice.

### LA TRACKING ERROR

Les investisseurs sont en premier lieu protégés par le contrat strict les liant à l'asset manager, qui prévoit de manière très précise la politique d'investissement et les limites des positions pouvant être prises par ce dernier. Ils sont également protégés par le benchmark défini en commun entre l'investisseur et l'asset manager. Pour éviter que les investisseurs se désengagent du fonds, des règles supplémentaires sont imposées pour brider la liberté du gérant. Une contrainte a été soumise à l'asset manager concernant les risques qu'il peut être amené à prendre : la *tracking error*, définie comme la mesure du risque relatif pris par un fonds par rapport à son indice de référence. Elle est donnée par l'écart type annualisé des performances relatives d'un fonds par rapport à son indice de référence :

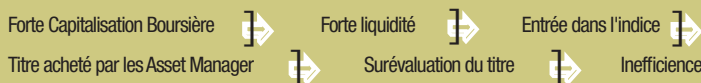
$$T.E. = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (d_i - b_i)^2}$$

$d_i$  : rendement du fond pour la période  $i$  ;  $b_i$  : rendement du benchmark période  $i$  ;  $N$  : nombre d'observations.

#### 1. EXEMPLE D'UN PROCESSUS TOP-DOWN DANS LE CAS D'UNE GESTION ACTIONS



#### 2. INCLUSION DANS UN INDICE ET INEFFICIENCE



► **Le gestionnaire peut être amené à s'autolimiter. Quand les marchés traversent des périodes d'instabilité marquées par une volatilité accrue, il apparaît risqué pour lui de s'éloigner de son benchmark. Dans cette situation, il sera incité à se rapprocher le plus possible à son benchmark s'il ne veut pas prendre le risque de réduire sa performance.**

Dans son contrat, l'investisseur a la possibilité de fixer le degré de tracking error ne devant pas être dépassé par le gérant. Ainsi, plus la tracking error sera élevée, plus la décomposition du fonds sera différente de l'indice de référence ; à l'inverse, plus elle sera faible, plus la décomposition du fonds ressemblera à son indice de référence, et donc plus le gérant sera obligé de se conformer fermement à l'univers d'investissement de son benchmark. Comme nous l'avons vu plus haut, cela aura des conséquences sur l'efficacité des marchés.

#### CONTRAINTES RÉGLEMENTAIRES

Nous avons vu que les gestionnaires d'actifs n'étaient pas en mesure d'imposer pleinement leur choix en matière de stratégie et de politique d'investissement, leur unique mission consistait à constituer un portefeuille en se basant sur un modèle prédéterminé. Il existe d'autres contraintes susceptibles de restreindre encore plus leur univers d'investissement. Certains fonds leur interdisent d'incorporer des titres mal notés par les analystes. Si le consensus des analystes passe de « conserver » à « sous-pondérer », le gérant devra se débarrasser partiellement de ce titre. Il faut ajouter qu'il existe, selon les zones géographiques, des contraintes légales restreignant notamment le poids des lignes dans le portefeuille. Par exemple, les OPCVM européens coordonnés doivent respecter des règles de division des risques très précises :

- 10 % au maximum pour la ligne la plus importante ;

- 40 % pour les lignes ayant chacun un poids de 5 % ou plus du portefeuille.

#### LA VOLATILITÉ

Nous avons vu que l'espace de liberté du gestionnaire d'actif est souvent limité par la tracking error ou d'autres mesures. Même quand ce n'est pas le cas, le gestionnaire peut être amené à s'autolimiter. Quand les marchés traversent des périodes d'instabilité marquées par une volatilité accrue, il apparaît risqué pour un gestionnaire de s'éloigner de son benchmark. Dans cette situation, il sera incité à s'en rapprocher le plus possible s'il ne veut pas prendre le risque de réduire sa performance. Quand l'environnement devient très incertain et qu'il est difficile d'estimer les rentabilités futures, les gérants seront poussés à diminuer leur position tactique et à se focaliser sur leur allocation stratégique.

#### LES PRÉCONISATIONS DES ANALYSTES

Les gestionnaires d'actifs ont pour objectif de battre leur *benchmark* ; pour cela, ils peuvent être amenés à sous-pondérer les valeurs de leur benchmark dont ils jugent que la rentabilité sera inférieure à la rentabilité du benchmark, et inversement. Toutefois, afin de faire des choix optimaux, les asset managers sont assistés des analystes, dont la mission est d'évaluer le potentiel de chaque valeur et de déterminer la valeur optimale d'échange. De nombreux articles ont confirmé l'utilité des prévisions et recommandations pour les investisseurs. Stickel (1992) a montré que les prévisions des ana-

lystes financiers ont un impact sur les anticipations des investisseurs et leur comportement à l'annonce des principaux résultats comptables. Plus encore, les relations entre les analystes financiers et les gérants de portefeuille sont tellement étroites qu'elles engendrent des influences réciproques. Nous allons voir comment elles peuvent conduire à l'inefficacité des marchés financiers en mettant l'accent sur le biais d'optimisme des analystes financiers. Ces relations ne présentent pas que des aspects positifs, dans la mesure où les analystes font souvent preuve d'un surplus d'optimisme (biais de surconfiance) et établissent des prévisions largement décorrélées des évolutions réelles des cours. D'innombrables études montrent ce phénomène, nous citerons les travaux de Dreman (2002), qui a récolté 107 488 prévisions de BPA trimestriels établies par différents analystes sur la période 1973-2000 et a mis en évidence une erreur moyenne de 10,4 % (voir graphique 3).

On a constaté que les analystes peuvent directement influencer les choix des gérants et les amener à prendre de mauvaises décisions en surévaluant, ou sous-évaluant, la valeur fondamentale de certains titres.

#### INTENSITÉ CONCURRENTIELLE

##### La concurrence interne

Le métier de gestionnaires d'actifs est extrêmement difficile du fait de la pression concurrentielle. Pour cette population le turn-over est important, puisque seule la performance du gérant peut permettre d'évaluer correctement la qualité

## *L'efficience des marchés financiers est affectée par le comportement des gestionnaires, qui survalorisent les informations disponibles en tentant d'acquérir simultanément les mêmes titres au même moment et en délaissant les titres émis par les firmes devenues moins attractives.*

de son travail. Ainsi, un gérant qui affichera des performances médiocres sera rapidement renvoyé de son poste et, à l'inverse, un autre affichant des performances exceptionnelles fera l'objet de convoitise de la part des autres fonds. Dans le métier de la gestion d'actifs, le fait est qu'il est plus évident d'avoir tort avec les autres que d'avoir raison tout seul. Ainsi, dans l'intérêt du gestionnaire d'actifs, il est préférable de maintenir sa performance proche de la performance médiane des autres gestionnaires, plutôt que tenter de s'en démarquer. Le mimétisme ressort donc comme un phénomène assez développé, pouvant déboucher sur l'émergence de bulles spéculatives.

### La concurrence externe

La concurrence entre les fonds est aussi rude que la concurrence au sein des fonds eux-mêmes. Depuis peu, on a vu apparaître l'« effet tournoi ». Il reflète la tendance des fonds à prendre davantage de risques en fin d'année quand ils sous-performent leur indice de référence et à sécuriser leur classement quand ils surperforment en recourant à une gestion indicielle. Sur ce point, de nombreuses études ont été entreprises, à l'image de celle de Brown, Harlow et Starks (1996), qui ont mis en évidence cet effet sur la période 1976-1991 pour les fonds growth sous-performants à la fin du premier trimestre. Chevallier et Ellison (1997) ont obtenu le même constat sur la période 1983-1993 pour les comportements des fonds du quatrième trimestre.

L'effet tournoi n'est pas le seul effet de la concurrence entre fonds. Le

gonflement de fin d'année permet aux fonds de doper artificiellement leurs performances annuelles. Cette pratique consiste à acheter, le dernier jour de l'année, les titres qu'ils détiennent déjà en portefeuille afin d'en faire augmenter les cours. Carhart, Kaniel, Musto et Reed (2002) fournissent une étude du gonflement de fin de trimestre.

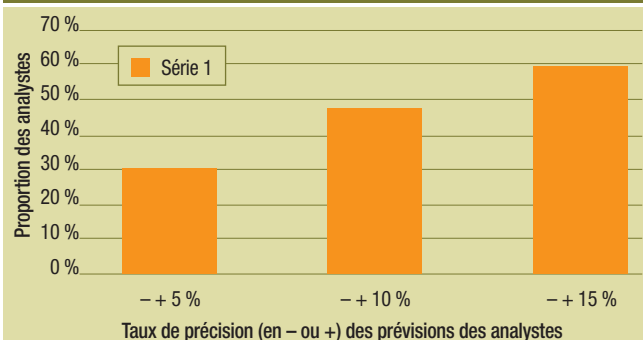
Pour terminer, il faut souligner que la concurrence entre les fonds débouche souvent sur des comportements mimétiques, ce phénomène consistant à imiter la composition des portefeuilles de ses concurrents directs. Le mimétisme entre fonds a souvent été étudié, notamment par Grinblatt, Titman et Wermers (1997). Ces derniers ont analysé l'évolution trimestrielle des compositions de 155 fonds américains ayant des politiques d'investissement affichées quasi similaires mais faisant partie de sociétés de gestion concurrentes, au cours de la période 1975-1984. Ils mettent en évidence que les transactions des gérants de fonds ont lieu au même moment et concernent en majorité les mêmes titres. Cela conforte

l'idée selon laquelle l'efficience des marchés financiers est affectée par le comportement des gestionnaires, qui survalorisent les informations disponibles en tentant d'acquérir simultanément les mêmes titres au même moment et en délaissant les titres émis par les firmes devenues moins attractives.

### MÉTHODE DE SÉLECTION DES CLIENTS

Un autre point important susceptible d'influencer les prises de décision des gestionnaires d'actifs est la méthode de sélection des clients, c'est-à-dire la manière dont ces derniers vont choisir les fonds auxquels ils vont confier leur argent. Par ailleurs, sa rémunération dépendant en partie du volume géré, le gérant va tenter d'attirer de nouveaux investisseurs et de conserver les anciens. Pour cela, il est nécessaire qu'il connaisse parfaitement la psychologie des clients et leur manière de sélectionner les fonds, de sorte qu'il puisse modifier la composition du fonds dont il assure la gestion. Des études sur le comportement des clients ont mis en évidence

### 3. RÉCAPITULATIF DE LA PRÉCISION DES ANTICIPATIONS DE BPA POUR LES ANALYSTES FINANCIERS



Source : Dreman (2002).

► l'existence de ce qu'on appelle l' « effet momentum ». C'est-à-dire que les investisseurs ont tendance à investir plus facilement dans des fonds ayant réalisé de bonnes performances et ont plus de réticences à investir dans des fonds aux performances médiocres. Cela suppose qu'ils croient dans la persistance des performances des fonds. Conformément au biais momentum, plusieurs études montrent que les investisseurs individuels sont optimistes dans les marchés haussiers et pessimistes dans les marchés baissiers. Une étude commandée par UBS Paine Webber<sup>(3)</sup> à l'institut de sondage Gallup montre que les anticipations des investisseurs sont fortement corrélées aux performances passées (voir tableau 4).

Par exemple, pour 1999, la performance sur l'année du S & P 500 est de 19%. Lorsqu'au 31 décembre 1999, on demande aux investisseurs leur sentiment pour l'année prochaine (dans notre exemple ce sera l'année 2000), ils anticipent une performance de 15,3%. On constate que les investisseurs (ici très optimistes) vont peu à peu revoir leurs anticipations à la baisse en fonction de l'évolution annuelle du S & P.

D'autres études montrent que les performances passées d'un fonds et les flux vers et à partir de ce fonds ne sont pas linéaires mais convexes : selon Sirri et Tufano (1998), l'argent s'oriente essentiellement vers les fonds ayant très bien performé à court terme, sans fuir pour autant ceux qui ont mal performé. Néanmoins, il existe un autre élément dans l'attitude des clients pouvant interférer avec les prises

**Une inconnue persiste dans la gestion des gérants : ils ne savent pas à quel moment de nouveaux investisseurs arriveront ou partiront. Ils ne sont donc pas en mesure d'estimer avec certitude l'encours du fonds qu'ils géreront demain, ce qui peut être très problématique dans la mesure où ils vont devoir sans cesse faire une estimation des flux entrants et sortants.**

de décision des gestionnaires d'actifs, qui concerne le market timing. Une inconnue persiste dans la gestion des gérants : ils ne savent pas à quel moment de nouveaux investisseurs arriveront ou partiront. Ils ne sont donc pas en mesure d'estimer avec certitude l'encours du fonds qu'ils géreront demain, ce qui peut être très problématique dans la mesure où ils vont devoir sans cesse faire une estimation des flux entrants et sortants. Selon le sens des flux, le gérant ne pourra pas forcément intervenir au bon moment sur le marché financier, ce qui peut expliquer un décalage entre l'arrivée d'une information et son exploitation par les gérants.

#### STYLES DE GESTION

Nous avons vu que souvent les gestionnaires d'actifs sont amenés à prendre plus de risques lorsque leurs performances sont relativement faibles par rapport à leur benchmark. Mais quel rôle peut jouer le style de gestion dans cette configuration à travers des résultats empiriques<sup>(4)</sup> Musto et Lynch (2003) montrent que les fonds changent leur style de gestion seulement s'ils affichent de mauvaises performances absolues. Chan, Chen et Lakonishok (2002)

montrent que les changements de style affectent surtout les fonds value. Les gérants de fonds value sont plus enclins que les gérants de fonds growth à modifier le profil des titres détenus en portefeuille vers les small caps.

#### HORIZON D'INVESTISSEMENT

L'horizon d'investissement des investisseurs est un élément très important dans le choix de leurs allocations, dans la mesure où un investisseur qui a un horizon à très long terme sera prêt à supporter plus de risques. Par exemple, en optant pour une allocation stratégique plus chargée en actions qu'un investisseur à court terme. De ce fait, un changement au niveau de l'horizon d'investissement peut avoir un impact significatif sur la structure des prix des actions, comme l'a souligné Olivier Davanne<sup>(5)</sup>.

#### LA LIQUIDITÉ

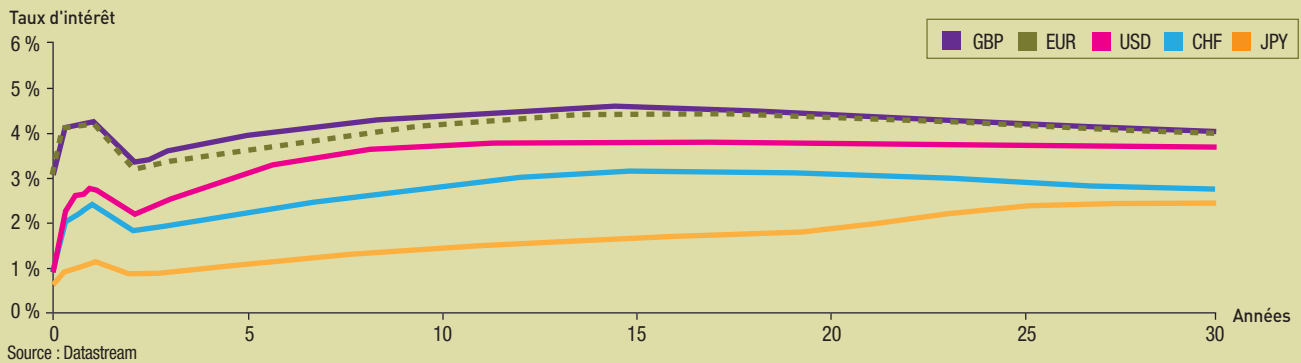
La liquidité<sup>(6)</sup> est un des facteurs les plus importants pour un gestionnaire d'actifs. Il doit être en mesure de faire face aux besoins de cash des investisseurs, et donc prendre position sur des titres pouvant se revendre facilement et rapidement

#### 4. ANTICIPATIONS ANNUELLES DES INVESTISSEURS INDIVIDUELS AMÉRICAINS

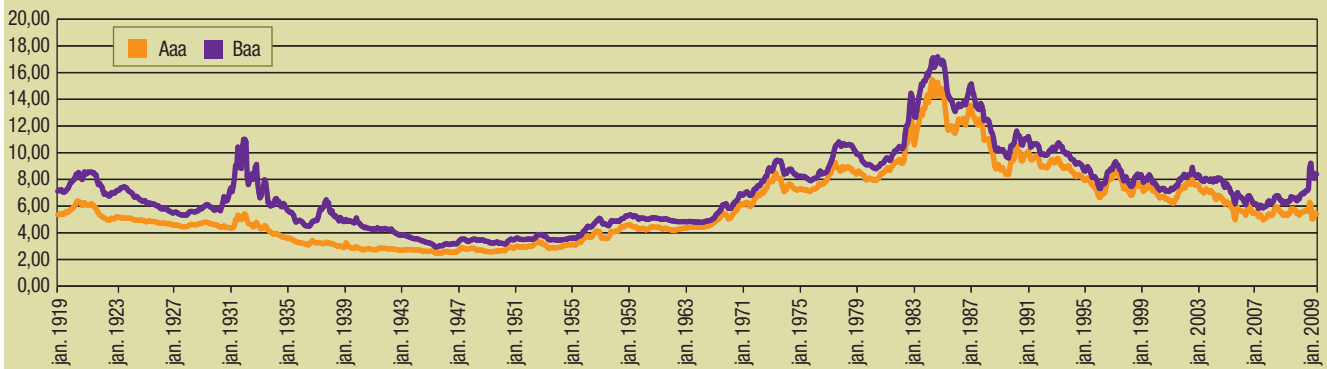
Année	Évolution annuelle du S&P 500	Prévision des investisseurs pour l'année suivante
		(au 31.12)
1999	19 %	15,3 %
2000	- 10 %	10,5 %
2001	- 13 %	8 %
2002	- 23 %	5,9 %

Source : UBS Paine Webber/Gallup Survey of Optimism of Individual Investors.

5. COURBE DES TAUX D'INTÉRÊT DANS LE MONDE (19 NOVEMBRE 2008)



6. SPREAD: MOODY'S SEASONED CORPORATE BOND YIELD, Aaa AND Baa VS. 30 YEARS TREASURY YIELD



sans faire de perte, et cela tout particulièrement en situation de crise. Ainsi, les asset managers vont tous investir dans des actifs liquides, creusant encore plus l'écart de prix avec les autres titres (moins liquides). On peut citer l'exemple des obligations, et plus précisément des taux overnight qui se situent actuellement aux alentours de 0,4 % en dollar (voir graphique 5) <sup>(7)</sup>.

À noter qu'il s'agit d'un taux actuariel, ce qui implique que, pour 100 dollars placés vous pourrez récupérer 0,0011 dollar le lendemain, les gestionnaires de fonds n'ayant plus du tout confiance dans les banques. De même, sur de plus lon-

gues maturités, on observe que les spreads obligataires entre les bons du trésor et les obligations corporate n'ont cessé de s'élargir, comme le montre le graphique 6.

Les contraintes pesant sur les gérants sont aussi nombreuses que variées. Elles influencent en permanence le gérant, de telle sorte qu'il est amené à faire des choix ne correspondant pas à ses anticipations initiales. De ce fait, nous avons pu montrer qu'elles étaient en mesure de déformer la structure des prix, et donc de conduire à des attitudes loin d'être rationnelles. Dès lors, il nous a été possible de voir quelles pouvaient être les sources de l'inef-

ficiance des marchés observées ces dernières années : le crack de 1987, l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000 et plus récemment la crise des subprimes depuis 2007. ■

(1) Gestion d'Actifs - Jean Mathis.  
 (2) Fama (1965).  
 (3) Source : M. Mangot. [http://www.dunod.com/pres\\_detail/9782100499496/49949\\_Chap.pdf](http://www.dunod.com/pres_detail/9782100499496/49949_Chap.pdf).  
 (4) Psychologie de l'investisseur - Mangot.  
 (5) Intervenant à l'université Paris-Dauphine (Fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille).  
 (6) Nous parlerons de liquidité au sens de réserve de valeur.  
 (7) Lettre Vernimmen n° 70.

Vous trouverez une version plus complète de cet article ainsi que la bibliographie sur la page internet suivante : <https://www.dexia-securities.fr/point104>.