

27 novembre 2017

L'ÉTAT DU MARCHÉ

Information la plus récente sur les marchés par l'équipe de Richardson GMP



Alpha recherché

Craig Basinger, Chris Kerlow, Derek Benedet, Shane Obata

L'objectif ultime du placement est de générer de l'alpha, c'est-à-dire un rendement supérieur à un indice de référence donné. Les gestionnaires de portefeuille partout dans le monde consacrent d'innombrables ressources à cette quête dont le succès est souvent très incertain. Le jeu consiste essentiellement à se donner un avantage. Certains privilégient l'analyse fondamentale approfondie des données financières pour découvrir des sociétés ou des actifs mal évalués. D'autres utilisent des graphiques ou les perspectives macroéconomiques. Or une tendance plus récente dans la quête d'alpha a été d'utiliser davantage de données mathématiques pour tenter d'exploiter les anomalies au sein du marché. La puissance accrue des ordinateurs alliée à la quantité impressionnante de données disponibles de diverses sources a créé des conditions propices pour les quantistes. Étant donné l'intérêt grandissant pour cette discipline, on risque d'entendre plus souvent parler d'intelligence artificielle, d'apprentissage machine et de réseaux neuronaux. Par ailleurs, cette multiplication des ressources dont disposent les gestionnaires de portefeuille laisse entrevoir des moments palpitants.

D'où vient l'alpha?

Si votre travail consiste à trouver de l'alpha (ou à engager des personnes chargées d'en trouver pour vous), n'est-il pas opportun de vous demander d'où vient l'alpha? En guise d'illustration, nous vous proposons un jeu très simple.

Supposons que le marché est composé de seulement deux sociétés, ABC et XYZ. Au début du jeu, chaque société se négocie à 50 \$ l'action et compte chacune quatre actions en circulation. Le marché se limite aussi à deux investisseurs, Jean et Louise, qui détiennent chacun 200 \$ au départ. Le graphique 1 ci-contre illustre les cinq distributions ou scénarios possibles de la façon dont ils peuvent investir leurs fonds au début du jeu.

Par la suite, l'action d'ABC monte à 60 \$ et celle de XYZ descend à 40 \$. Le graphique 2 représente la distribution des bénéfices de chaque joueur pour chaque scénario. Dans le scénario 3, ils contrôlent essentiellement le marché et ils ne réalisent ni gain ni perte. Par contre, s'ils s'écartent de

Derniers rapports

Cycle du marché : profitons du bon temps

Éviter les distorsions comportementales

Les chefs des finances délient les cordons de la bourse

Gestion active et passive

Quand acheter sur une recommandation de vente

Un moment privilégié

La gravité financière

Mise à jour sur le revenu de base
4^e partie – Secteurs de la consommation et de la santé

Mise à jour sur le revenu de base – 3^e partie
Secteurs de l'industrie et de la technologie

Graphique 1

Scénario	Actions ABC		Actions XYZ	
	Jean	Louise	Jean	Louise
1	4	0	0	4
2	3	1	1	3
3	2	2	2	2
4	1	3	3	1
5	0	4	4	0

l'indice (et n'investissent pas à parts égales dans chaque société), un des investisseurs gagne et l'autre perd.

C'est un jeu très simple, mais dont la conclusion peut être plus révélatrice qu'on pourrait le croire : **pour produire de l'alpha, il faut le soutirer à quelqu'un d'autre**. Et pour y parvenir à long terme, vous avez besoin de détenir un avantage.

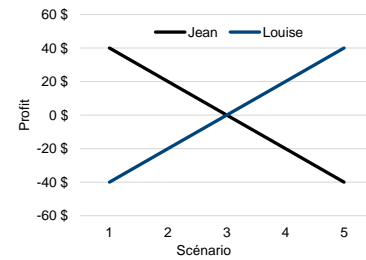
Qui vend pendant que vous achetez?

Pour arriver à soutirer de l'alpha à d'autres investisseurs, il vaut mieux savoir à qui on a affaire. Au cours des années, cette question a souvent donné lieu à des représentations assez obscures. Beaucoup d'investisseurs ne réfléchissent tout simplement pas de cette façon. Ils perçoivent davantage le marché comme un magasin. Un magasin qui vend des titres et qui vous permet de les rapporter, mais à des prix qui changent constamment. Vous est-il déjà arrivé de penser qu'une certaine société était prometteuse, que ses données fondamentales s'amélioraient et que, compte tenu du prix, son action était attrayante? Vous avez alors décidé de l'acheter. Mais fallait-il encore que quelqu'un accepte de vous la vendre, et donc qu'il ait une vision différente de la vôtre, autrement il ne vous l'aurait pas vendue. Ou alors peut-être n'avait-il simplement pas d'opinion. Qui se trouve de l'autre côté des opérations?

Le graphique 3 divise le marché boursier américain entre ses différents propriétaires. La propriété peut être importante pour comprendre ce qui motive une opération, mais ce qui nous intéresse davantage c'est de savoir qui achète ou vend, pourquoi et de quelle façon. Essayons de définir les grandes catégories de négociateurs en fonction de leur approche et de leur façon de négocier. Les négociateurs qui appliquent une gestion discrétionnaire axée sur les données fondamentales (investisseurs actifs) correspondent à la représentation que beaucoup d'entre nous se font des participants actifs au sein du marché. Il peut s'agir d'un gestionnaire de fonds actif, d'un gestionnaire de fonds de couverture, d'un gestionnaire actif sur les marchés internationaux ou d'un gestionnaire de caisse de retraite. Il peut aussi s'agir d'un ménage ou d'un petit investisseur qui négocie des actions directement. Qui qu'ils soient, ces investisseurs sont axés sur les données fondamentales, ils s'intéressent activement à la formation des cours et ils s'efforcent de trouver des actifs mal évalués pour faire de l'argent/générer de l'alpha. Il y a aussi les investisseurs adeptes de la négociation automatisée (investisseurs passifs) qui utilisent une certaine forme de gestion factorielle. Les FNB fondés sur la capitalisation boursière sont les plus populaires, mais à mesure que l'approche quantiste gagne des adeptes d'autres facteurs sont également ciblés. Le volume des investissements passifs est en bonne partie déterminé par les flux d'actif qui entrent et sortent de la stratégie et qui se traduisent par l'achat ou la vente d'un certain panier de titres. Le prix n'entre donc pas beaucoup en ligne de compte, puisque chaque stratégie se contente de négocier le panier de titres qui est ciblé. Finalement, il y a ceux qui misent sur la négociation à haute vitesse (NHV) et d'autres algorithmes à très court terme. Toutefois, comme souvent les négociateurs à haute vitesse ne détiennent rien à la

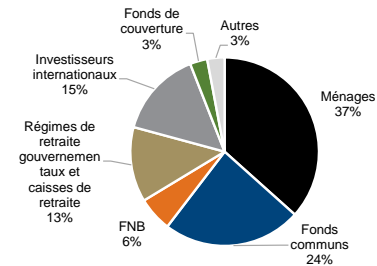
Graphique 2

Profit à la fin du jeu



Graphique 3

Propriété des actions américaines



fin de la séance de négociation, puisqu'ils cherchent plutôt à profiter des infimes différences de prix, il est probablement plus approprié de les considérer comme un coût d'opération que comme un joueur au sein du marché.

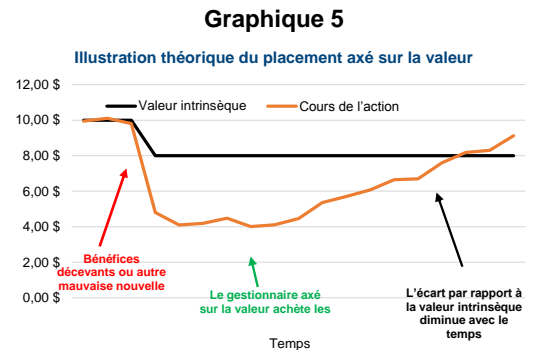
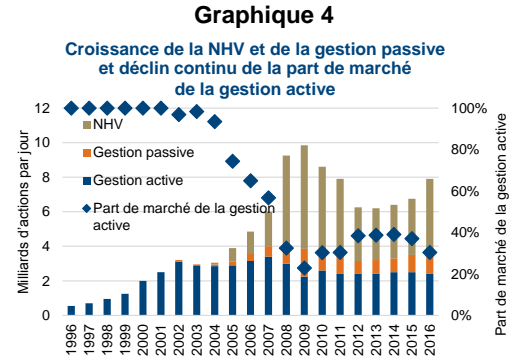
Il est important de tenir compte du fait que les négociateurs actifs essaient d'acheter des actifs sous-évalués et de vendre/vendre à découvert des actifs surévalués. C'est ce qu'on appelle le mécanisme de formation des cours. Or ils commettront différentes erreurs par rapport aux négociateurs passifs, qui ne sont pas aussi sensibles au prix et qui négocient plutôt en fonction des flux d'actif et de leur panier de titres (facteur). Le graphique 4 répartit le volume de négociation entre les stratégies active, passive et NHV. Le déclin de la part de marché de la stratégie active (et l'augmentation de celle de la stratégie passive) pourrait avoir des conséquences sur l'efficacité de la fixation des prix sur le marché et sur la provenance de l'alpha et la façon de le trouver dans ce nouveau paradigme.

Conséquence du déclin de la part de marché de la gestion active

La gestion de portefeuille active dans sa forme la plus pure consiste à essayer de trouver des actifs mal évalués et d'en profiter. Cela contribue à augmenter l'efficacité du marché et favorise l'établissement d'un juste prix. Les investisseurs axés sur la valeur recherchent des sociétés dont le titre se négocie sous sa valeur intrinsèque à la suite d'un repli quelconque ou d'une négligence du marché. Ils recherchent ces sociétés, les achètent et attendent que le marché se range de leur avis pour faire monter les enchères jusqu'à ce que le titre reflète sa valeur intrinsèque (graphique 5). Le resserrement de l'écart par rapport à la valeur intrinsèque dépend du fait que d'autres investisseurs actifs arrivent à la même conclusion et poussent à leur tour le cours de l'action vers le haut. Mais qu'arrive-t-il s'il y a moins de gestionnaires actifs au sein du marché? Cela pourrait-il prendre 50 % plus de temps ou deux fois plus de temps par rapport à l'époque où presque tous les négociateurs étaient des investisseurs actifs? Cela pourrait-il réduire l'efficacité de la stratégie de placement axée sur la valeur? Cela pourrait-il expliquer pourquoi les stratégies actives ont eu tant de mal à battre le marché au cours des cinq dernières années?

Mais il n'y a pas que les stratégies de valeur qui sont visées. Le gestionnaire axé sur la croissance pense que le marché sous-estime le potentiel de croissance d'une société dans laquelle il investit et qui, encore une fois, se négocie sous sa valeur intrinsèque de l'avis du gestionnaire. Or il faut que d'autres gestionnaires fassent la même analyse que lui et en viennent à la même conclusion quant aux perspectives d'expansion du titre.

Il se pourrait que la popularité croissante de la négociation passive et automatisée entraîne une plus grande distorsion dans les prix des actifs. Si moins d'argent est mobilisé pour faire monter le prix des actifs sous-évalués et faire baisser le prix des actifs surévalués, les distorsions



pourraient continuer d'augmenter. Ne faudrait-il pas alors chercher à générer de l'alpha à partir de différentes sources?

Soutirer de l'alpha : le style de gestion axé sur l'analyse comportementale

En simplifiant, il faut se donner un avantage sur les autres participants au marché pour trouver des actifs mal évalués et générer de l'alpha. Il faut ensuite que le marché se rallie à notre opinion et corrige l'erreur d'évaluation (évidemment après que nous ayons établi une position acheteur ou vendeur). Les investisseurs axés sur la valeur ciblent les sociétés négligées ou mal comprises pour se donner cet avantage. Les gestionnaires qui misent sur l'analyse fondamentale approfondie trouvent leur avantage en fouillant les données financières. Les quantistes utilisent quant à eux les mathématiques et d'autres données pour trouver un actif potentiellement mal évalué. Enfin, les gestionnaires axés sur la croissance recherchent les sociétés dont le potentiel de croissance est supérieur à celui qui leur est attribué par le marché.

Si l'objectif est de soutirer de l'alpha à « quelqu'un » en profitant d'un actif mal évalué, alors **ne serait-il pas logique de commencer par chercher de l'alpha là où les investisseurs commettent des erreurs et contribuent à la mauvaise évaluation de l'actif?** C'est dans cette optique que nous avons commencé à rechercher des stratégies de placement qui tentent de cibler les cas où les comportements d'autres investisseurs ont mené à une mauvaise évaluation des actifs.

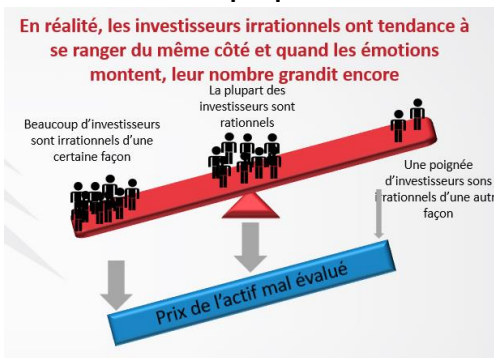
Le graphique 6 illustre comment la théorie économique traite les investisseurs irrationnels. Elle estime que la plupart des investisseurs agissent de façon rationnelle, dans leur intérêt, et que quelques-uns d'entre eux agissent de façon irrationnelle. Elle considère toutefois que les investisseurs irrationnels sont distribués également, annulant mutuellement leur influence sur les prix des actifs. Le graphique 7 est plus proche de la réalité. À certains moments, un plus grand nombre d'investisseurs agissent de façon irrationnelle (pensez à 2008) et très souvent les investisseurs irrationnels se retrouvent du même côté du marché. Cela crée une distorsion dans le prix des actifs et en même temps une occasion de générer de l'alpha.

La recherche de situations où les investisseurs adoptent un comportement irrationnel entraînant des distorsions dans les prix pourrait devenir une source d'alpha à long terme. Nous connaissons tous des investisseurs aussi bien actifs que passifs qui commettent des erreurs. Parfois, c'est au moment où les bénéfices sont déclarés ou lorsque tout le monde se met à pencher du même côté. Parfois, c'est lorsque les flux des FNB gonflent artificiellement le prix des titres de certaines sociétés ou qu'un thème se généralise. Ce qu'il faut savoir, c'est à quel moment et comment les investisseurs irrationnels redeviennent rationnels et comment cela influence le prix des actifs.

Graphique 6



Graphique 7



Dans le numéro de l'État du marché de la semaine prochaine, nous partagerons avec vous quelques-unes des stratégies de placement que nous avons mis au point pour tenter de profiter des erreurs de comportements des autres investisseurs.

Les graphiques ont été fournis par Bloomberg, à moins d'indication contraire.

Cette publication est fournie à titre d'information générale et ne constitue pas une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat des titres mentionnés aux présentes. Le rendement passé pourrait ne pas se répéter. Malgré tous les efforts pour produire ce rapport à partir d'information obtenue auprès de sources jugées dignes de foi, nous ne pouvons pas garantir que cette information est exacte ou complète. Avant de prendre une décision sur la base de cette information, veuillez obtenir des conseils financiers individuels qui tiennent compte de votre situation personnelle. Ni l'auteur ni Richardson GMP Limitée ne font aucune représentation ou ne fournissent aucune garantie, expresse ou implicite, relativement à cette information et n'assument aucune responsabilité pour les erreurs ou les omissions qu'elle pourrait contenir ou pour toute perte que l'utilisation de ce rapport ou de son contenu pourrait entraîner. Richardson GMP Limitée est membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Richardson est une marque de commerce de James Richardson & Fils, Limitée. GMP est une marque de commerce déposée de GMP Valeurs Mobilières S.E.C. Les deux marques sont utilisées sous licence par Richardson GMP Limitée.