

20 mars 2017

L'ÉTAT DU MARCHÉ

Information la plus récente sur les marchés
par l'équipe de Connected Wealth



L'efficacité du marché

Chris Kerlow, CFA

« *Est-ce que c'est bien un billet de 20 \$ que je vois là sur le sol? »*,
demande l'étudiant.

« *Non, c'est impossible, répond le professeur. Sinon, quelqu'un l'aurait
certainement pris.* » – Citation de Howard Marks

La théorie du marché efficient a été mise au point à Chicago durant les années 1960 et 1970 à partir de la prémisse voulant qu'il soit impossible de battre le marché, puisque le cours des actions reflète toute l'information pertinente. Dans un tel environnement, plus on prend de risque, plus le rendement est élevé. Dans la réalité ce n'est pas aussi claire. Il y a beaucoup plus de résultats possibles considérant les différents niveaux de risques, comme le montre le graphique 2. De nos jours, de très nombreuses études appuient la théorie du marché efficient et un nombre grandissant la réfute. Dans ce numéro de *L'état du marché*, nous analysons avec vous quelques preuves et facteurs qui tendent à réfuter la théorie du marché efficient.

Structure du marché – La réalité, c'est qu'il existe des contraintes de placement qui limitent l'efficacité du marché. Dans le monde des théoriciens, qui est différent du monde réel, les investisseurs agiraient de façon indépendante, étant disposés à établir des positions acheteur ou vendeur et étant soumis à peu de contraintes. Or ce n'est évidemment pas le cas, même dans les grands marchés boursiers les plus efficaces, puisque beaucoup plus d'investisseurs prennent uniquement des positions acheteur alors que le nombre d'investisseurs disposés à prendre une position vendeur sur un titre ou sur le marché est nettement plus limité. Cette distorsion structurelle limite la théorie du marché efficient. Les frais d'opération et la disponibilité de l'information doivent aussi être considérés. Dans le cas des actions à grande capitalisation, l'information est largement diffusée et les frais d'opération sont faibles, mais il en va autrement dans certains marchés. Par exemple, dans le marché immobilier, les frais d'opération sont beaucoup plus élevés et l'information n'est pas aussi facile à obtenir, ce qui limite l'efficacité du marché.

Derniers articles

[L'évolution du marché](#)

[Les cours boursiers sont-ils trop sensibles aux bénéfices?](#)

[Un marché chèrement évalué – une analyse des valorisations boursières](#)

[2 901 jours – le degré d'avancement du cycle](#)

[La politique l'emporte sur le cycle](#)

[Autodestruction et résurrection](#)

[Les années dorées Trump et l'inflation](#)

[Qu'en est-il des dépenses d'investissement?](#)

[Conséquences d'un changement du régime fiscal américain](#)

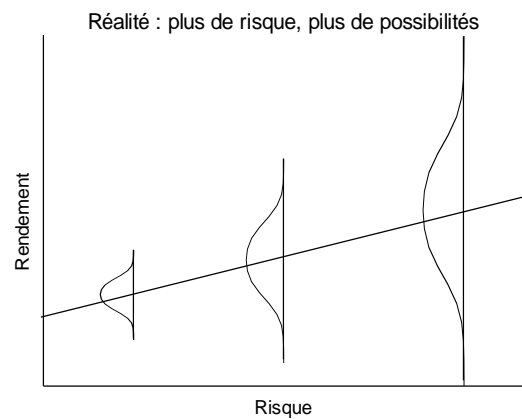
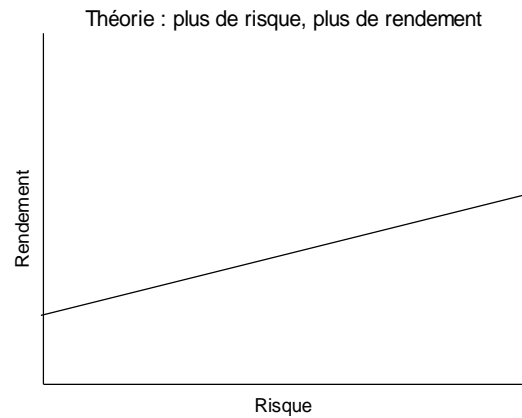
Du point de vue de la structure du marché, des marchés moins efficaces sont souvent un terrain plus fertile pour les gestionnaires actifs. Dans le premier graphique, nous comparons le pourcentage de gestionnaires canadiens qui surpassent le rendement de leur indice de référence respectif pour les actions canadiennes à petite et moyenne capitalisation et pour les actions canadiennes à grande capitalisation. Ce graphique est tiré de la mise à jour semestrielle du rapport SPIVA pour le Canada. De toute évidence, la performance des gestionnaires est meilleure pour les actions à petite et moyenne capitalisation. Cela s'explique par le nombre plus restreint d'investisseurs actifs qui y investissent, la couverture plus limitée des analystes et les frais d'emprunt plus élevés pour établir une position vendeur sur ces titres que sur des titres à grande capitalisation.

La structure du marché constitue également à notre avis un facteur de différenciation déterminant entre le Canada et les États-Unis. Le marché boursier américain est l'un des plus efficaces au monde en raison du grand nombre d'investisseurs et du degré de liquidité et de diversification. Comme le montre le graphique 2, le rendement moyen des gestionnaires de fonds actifs a été inférieur de plus de 1 % à celui du S&P 500 en termes annualisés au cours des dernières périodes de trois et cinq ans. Au Canada où le nombre d'investisseurs est moins important et où le marché est moins diversifié, les fonds actifs ont eu tendance à ajouter de la valeur sur les mêmes périodes. Notre analyse repose sur les données du rapport SPIVA à la fin de 2015 et nous sommes impatients de la mettre à jour avec les données du rapport de 2016 lorsqu'il sera publié.

Il existe un lien évident entre le degré d'efficacité du marché et sa structure. Les marchés où le nombre de participants est moins important sont soumis à plus de contraintes en raison des frais plus élevés et moins de cueillette d'information, ce qui a tendance à limiter leur efficacité. Par conséquent, la gestion active produit de meilleurs résultats dans des marchés moins efficaces et la gestion passive de meilleurs résultats dans des marchés plus efficaces.

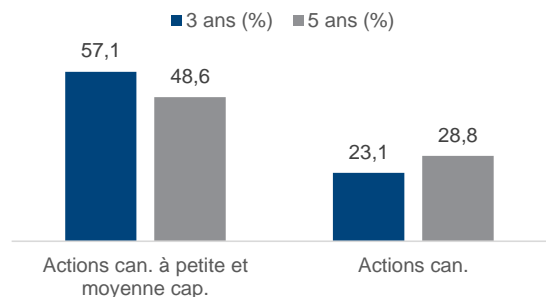
Comportement des investisseurs

Les investisseurs n'agissent pas non plus de façon indépendante et ils ont souvent tendance à suivre le courant ou à souffrir des distorsions comportementales. Les investisseurs sont plus sujets à des erreurs cognitives, un domaine de plus en plus étudié aussi bien par les théoriciens que pour ses applications dans la vie réelle. Souvent, l'excès de confiance des investisseurs et leur tendance à rester ancrés dans leurs positions les empêchent de réagir à la nouvelle information. Sans vouloir m'acharner sur le cas de Valeant, de nombreux investisseurs avaient une confiance immense dans cette société lorsque le cours de son titre a bondi de 150 \$ à 350 \$ en 2015. Cet excès de confiance a ensuite causé la perte de beaucoup d'entre eux lorsque le titre a dégringolé jusqu'à 15 \$ en date d'aujourd'hui. Si vous croyez en l'efficacité du marché, il est difficile de prétendre que le marché était efficace à 300 \$ et qu'il l'est aussi à 15 \$. Les investisseurs sont souvent



Sources : Oaktree Capital Management, Connected Wealth

Pourcentage de fonds actifs dépassant l'indice au milieu de 2016



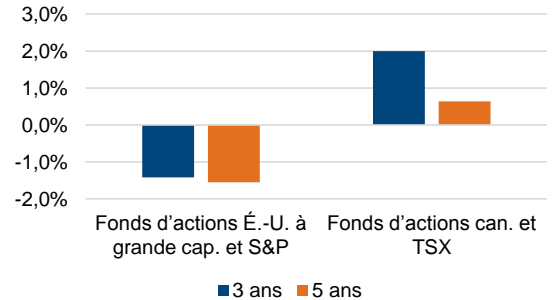
Source : SPIVA Canada Scorecard

victimes de l'effet de disposition lorsqu'ils conservent des titres tombés en défaveur parce qu'ils refusent d'accepter une perte et lorsqu'ils vendent des titres gagnants trop tôt pour réaliser un faible bénéfice.

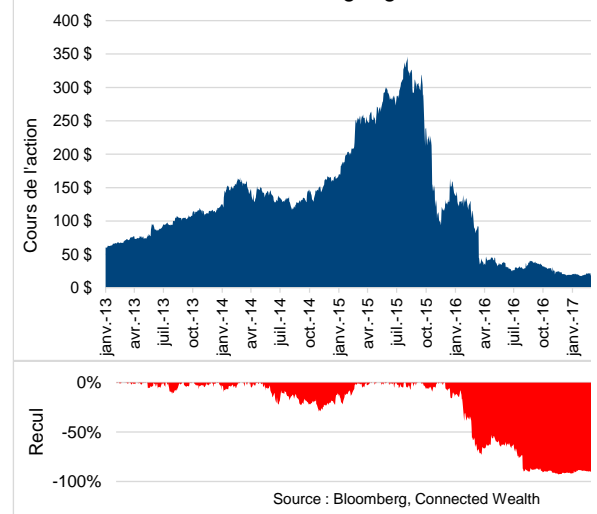
Conséquences pour les placements

IL devient impératif pour les gestionnaires de portefeuille d'intégrer des freins et contreponds dans leurs processus afin de pouvoir surveiller ces distorsions comportementales. Il est aussi important de comprendre à quel point un marché donné est efficient. Notre approche pour les portefeuilles gérés consiste à être plus actifs dans les marchés moins efficients et de privilégier des stratégies de placement passives moins coûteuses dans les marchés plus efficients. À titre d'exemple, nous sommes plus actifs sur le marché boursier canadien et plus passifs sur le marché boursier américain.

Les gestionnaires actifs obtiennent de meilleurs résultats dans des marchés moins efficients



L'ascension et la dégringolade de Valeant



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 Immobilières S.E.C. Les deux marques sont utilisées sous licence par Richardson GMP Limitée.