

18 juin 2018

L'ÉTAT DU MARCHÉ

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



La finance comportementale — le nouveau fer-de-lance de la gestion active

Craig Basinger, Chris Kerlow, Derek Benedet, Shane Obata

La gestion de portefeuille active cherche essentiellement à battre le marché ou à produire un rendement supérieur.

Bien que certains gestionnaires actifs s'efforcent plutôt de mieux gérer le risque par rapport à un indice passif, la plupart tentent de se démarquer en générant de l'alpha. L'alpha correspond simplement à l'écart entre le rendement du portefeuille et celui de son indice de référence passif approprié.

Les stratégies mises en œuvre par les gestionnaires actifs dans leur quête d'alpha sont très diversifiées, c'est le moins qu'on puisse dire. Le point commun de ces stratégies est qu'elles cherchent à détenir les sociétés qui sont mal évaluées par le marché et qui vont produire un rendement supérieur et à exclure celles qui vont produire un rendement inférieur (ou à les vendre à découvert pour les stratégies qui le permettent). Il s'agit d'une description simplifiée du processus complexe de la gestion de portefeuille, mais l'essentiel, c'est que les gestionnaires actifs tentent de cibler les sociétés mal évaluées et de profiter de cette inefficience.

La grande majorité des stratégies de gestion active mettent l'accent sur le placement sous-jacent (logique, n'est-ce pas?). Les approches axées sur les données fondamentales tentent de déterminer quelle devrait être la valeur d'une société et, si elle ne correspond pas au cours du marché, à voir si cela peut représenter une occasion de placement. Les méthodes quantitatives déterminent les facteurs qui ont stimulé le rendement par le passé et elles composent des portefeuilles centrés sur ces facteurs (en simplifiant, encore une fois). L'approche quantitative tente de chiffrer les différents facteurs et de trouver une solution mathématique. Toutefois, le marché varie au gré des changements d'humeur de ses participants (les investisseurs), ce qui vient compliquer les choses, puisqu'une solution ou une stratégie efficace aujourd'hui pourrait ne plus fonctionner demain. C'est pourquoi il est si difficile de produire un rendement supérieur sur une base continue.

Comme les participants au marché et leur comportement changeant déterminent les prix des actifs, la prochaine étape logique pour les gestionnaires actifs consiste à incorporer le comportement des investisseurs dans leur modèle. Autrement dit, s'intéresser non seulement au placement sous-jacent, mais aussi à l'impact des comportements des participants au marché.

Valeur, croissance et analyse quantitative

Les gestionnaires actifs axés sur la valeur s'efforcent de trouver des sociétés qui sont négligées par le marché et qui, selon leur analyse, devraient valoir davantage. Les gestionnaires actifs axés sur la croissance recherchent des sociétés qui sont mal évaluées par le marché en raison d'une sous-estimation de leurs perspectives de croissance. Les deux utilisent des modèles financiers qui calculent la valeur intrinsèque des sociétés et qui achètent celles qui présentent le meilleur potentiel

Derniers rapports

[Les marchés réagissent-ils de manière excessive?](#)

[Le point sur le cycle du marché](#)

[Les titres à rendement cyclique démodés?](#)

[L'apprentissage machine et la gestion de portefeuille](#)

[Comptabilité mentale](#)

[Qu'est-ce que le risque?](#)

[Discussion sur les bénéfiques](#)

[Qu'est-ce qui arrive à 3,0 %?](#)

[La question à un million de dollars](#)

[Les fissures dans la fondation grandissent](#)

[Deux mois de baisse consécutifs?](#)

de plus-value selon leur style de gestion respectif. Et qui peut résister à un modèle d'analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie efficace?

Considérez ceci : on compte en moyenne 26 analystes qui suivent les sociétés du S&P 100 et en moyenne 19 analystes qui suivent les composantes du TSX60 (graphique ci-contre).

S'ajoutent à cela les analystes institutionnels qui sont vraisemblablement beaucoup plus nombreux que les analystes des sociétés de courtage. Chacun de ces analystes s'est probablement doté de modèles d'analyse de la valeur actualisée des flux de trésorerie détaillés et bien conçus. Mais au risque de décevoir les associés de recherche — ceux qui habituellement mettent à jour ces modèles — leurs longues heures de travail pourraient bien être vaines. En effet, ils tentent de résoudre quelque chose qui ne peut pas l'être, parce que le comportement humain change et qu'il influence le cours des actions. Avec plus de 50 modèles qui souvent arrivent à des conclusions différentes, comment faire pour déterminer qui a raison et qui a tort? Bonne chance!

Comprenez-nous bien, la recherche fondamentale et les modèles apportent une contribution à la société en améliorant l'efficacité du marché et la formation des cours et en fournissant une estimation plus exacte du prix des actifs. Toutefois, si vous pensez avoir un avantage sur le marché et sur les autres gestionnaires, détrompez-vous, et ce même si vous estimez avoir le « meilleur » modèle qui soit.

La méthode de gestion de portefeuille quantitative est un peu différente. Dans la plupart des cas, ces gestionnaires cherchent à exploiter un ou plusieurs facteurs qui ont prouvé une certaine efficacité à battre le marché.

Il peut s'agir par exemple de facteurs de valeur, comme un faible ratio cours-bénéfice et un faible ratio cours-valeur comptable. Plutôt que de concevoir des modèles pour des sociétés individuelles, ces gestionnaires composent des portefeuilles de sociétés qui produisent de bons résultats sur la base de ces facteurs. Cette approche suppose que le ou les facteurs choisis vont continuer de fonctionner à long terme.

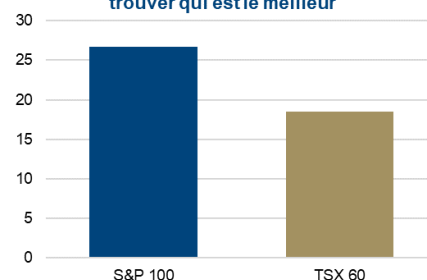
Beaucoup parlent de la « prime de valeur », soit les facteurs de valeur qui ont produit des rendements supérieurs d'un point de vue historique. Là encore, on suppose que le facteur restera une source constante ou fiable d'alpha. Nous contestons cette idée, puisque si un plus grand nombre de gestionnaires et d'actifs utilisent cette approche, l'alpha sera partagé entre un plus grand nombre de gestionnaires, ce qui réduira l'avantage de chacun. Partager c'est bien, mais pas lorsqu'il s'agit de l'alpha.

Les stratégies de valeur ont surpassé les stratégies de croissance pour la plupart des années entre 1974 et le milieu des années 2000 (graphique du milieu). Rappelons toutefois que les gestionnaires axés sur la valeur — qu'ils s'appuient sur les données fondamentales ou quantitatives — n'étaient pas légion dans les années 1970 et 1980. Cette rareté des gestionnaires axés sur la valeur durant cette période pourrait-elle être l'une des raisons de cette performance nettement supérieure? Aujourd'hui, il y a beaucoup de gestionnaires axés sur la valeur, un style de gestion qui a produit des résultats décevants, ce qui semble confirmer que le changement de comportement des participants a changé le marché.

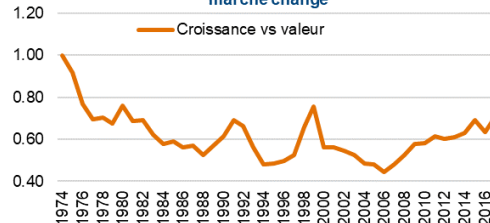
Pour battre le marché, il faut avoir un processus éprouvé, mais aussi différent. Si la plupart des investisseurs ciblent la valeur, les dividendes ou la croissance, se rallier au groupe est le moyen facile d'obtenir un rendement comparable à celui du groupe, et nous savons que ce genre de comportement est rarement gagnant.

Le troisième graphique illustre les classifications Bloomberg des fonds disponibles au Canada. On trouve un grand nombre de fonds de valeur, de croissance et de dividendes... mais seulement un fonds axé sur la finance comportementale.

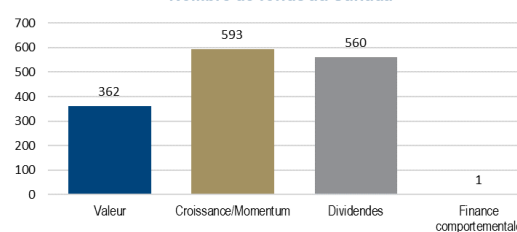
Nombre moyen d'analystes qui suivent chaque société – bonne chance pour trouver qui est le meilleur



L'approche axée sur la valeur l'a emporté entre le début des années 1970 et le milieu des années 2000; depuis c'est l'approche axée sur la croissance qui domine – rien n'est constant et le marché change



Nombre de fonds au Canada



Le marché est une science humaine pour laquelle il n'existe pas de solution

Même si nous adorons les mathématiques, le placement est davantage une science humaine qu'une science exacte. La physique est une science exacte, qui repose sur des théories habituellement vérifiables et sur des modèles quantifiables et exacts. Les sciences humaines étudient plutôt la société humaine et les relations sociales. Comme les investisseurs n'adoptent pas toujours le même comportement et que leurs comportements changeants influencent le marché, cela rend les modèles qui reposent uniquement sur des chiffres moins fiables. C'est pourquoi les gestionnaires de portefeuille sont souvent moins exacts que les météorologues. Les deux doivent prédire des systèmes très complexes qui comportent plusieurs variables. Toutefois, les prévisions des météorologues ne peuvent pas changer la météo. S'ils disent qu'il va pleuvoir et que tout le monde apporte son parapluie pour se rendre au travail, cela ne change pas la probabilité qu'il pleuve. Par contre, si un gestionnaire de portefeuille ou un prévisionniste dit qu'il va « pleuvoir » et que tout le monde change son comportement, le marché lui-même va changer.

Conséquences pour la gestion de portefeuille

Si on reconnaît que la gestion de portefeuille active consiste à trouver des actifs mal évalués dans le but de profiter de l'inefficience, les gestionnaires devraient commencer à s'intéresser davantage au comportement des agents ou des participants au marché (c'est-à-dire les autres investisseurs). Dans bien des cas, les distorsions comportementales des autres investisseurs dictées par les émotions peuvent entraîner une mauvaise évaluation des actifs. Cela peut être attribuable à l'effet de récence, qui fait qu'on accorde trop d'importance à ce qui vient de se produire dans une perspective à long terme. Ou encore à l'instinct grégaire, qui tourne autour des thématiques de tendance. Nous ne prétendons pas que les approches traditionnelles sont en déclin, mais plutôt qu'elles doivent évoluer de manière à intégrer directement les distorsions comportementales. En tant que gestionnaire du seul fonds axé sur la finance comportementale au Canada, nous manquons peut-être d'objectivité. Toutefois, nous sommes certains de nous dissocier du groupe.

Les graphiques ont été fournis par Bloomberg, à moins d'indication contraire. La comparaison entre les titres de croissance et de valeur repose sur les indices S&P 500 de croissance et de valeur. Le nombre de fonds a été établi d'après l'écran des fonds Bloomberg.

Cette publication est fournie à titre d'information générale et ne constitue pas une offre ou une sollicitation pour la vente ou l'achat de titres. Le rendement passé des titres ne garantit pas les résultats futurs. Malgré tous les efforts pour produire cette publication à partir d'information obtenue auprès de sources jugées dignes de foi, nous ne faisons aucune déclaration ni ne fournissons aucune garantie, explicite ou implicite, quant à son exactitude ou à son intégralité. Les opinions, estimations et projections contenues dans cette publication peuvent changer en tout temps en fonction du marché et d'autres conditions, et elles sont fournies de bonne foi, mais sans aucun engagement juridique. Cette publication ne tient pas compte des circonstances ou des besoins de ceux qui pourraient la lire et elle ne saurait tenir lieu de conseils financiers ou fiscaux. Avant de prendre une décision sur la base de l'information contenue dans cette publication, nous vous invitons à consulter votre conseiller financier. Richardson GMP Limitée n'assume aucune responsabilité pour les erreurs ou les omissions que pourrait contenir cette publication ou pour toute perte ou tout dommage que son utilisation ou la confiance qui lui est accordée pourrait entraîner. En qualité de mandataire, Richardson GMP Limité peut acheter et vendre les titres mentionnés dans cette publication, incluant des options, des contrats à terme ou d'autres produits dérivés.

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.

©2018. Tous droits réservés.