

## **Chapitre 1.**

# **Macro-économie et prévisions financières**

**Olivier DAVANNE**

## **La prévision du prix des actifs financiers : de la théorie à la pratique.**

Les gestionnaires de portefeuille sont de gros consommateurs de prévisions financières ! Ce chapitre est ainsi consacré aux techniques de prévision employées sur les marchés.

Pour bien prévoir l'évolution du prix des actifs financiers, il est important de comprendre ce qui détermine les prix observés sur les marchés financiers modernes. Nous commencerons par rappeler les théories modernes de la valorisation fondées sur la notion d'arbitrage entre actifs risqués (première partie). Puis, nous confronterons la réalité des marchés à ces théories de la valorisation, en soulignant notamment la grande difficulté que rencontrent les marchés à s'ajuster à des chocs de « primes de risque » (deuxième partie). Fort de ces éléments partiels de compréhension de la dynamique des marchés, nous examinerons alors la meilleure façon de faire des prévisions financières (troisième partie).

Ce chapitre n'offre malheureusement aucune recette miracle permettant de produire des prévisions de qualité (et au passage de faire fortune !). Bien au contraire, car il insiste sur la complexité des mécanismes à l'œuvre, notamment dans le contexte actuel de crise financière, complexité trop souvent escamotée par les modèles théoriques disponibles. Il contient ainsi autant d'avertissements sur les pièges à éviter que de recommandations générales sur l'approche à suivre.

### **1. La valeur d'équilibre du prix des actifs : les modèles de valorisation.**

Commençons par examiner rapidement où devraient se trouver les prix des différents actifs financiers dans un univers d'investisseurs rationnels cherchant à optimiser leurs placements. La théorie financière est assez claire sur les déterminants des prix financiers dans ce cadre : la rémunération (dividendes ou intérêt) qu'offrent les différents actifs et les primes de risque exigées par les investisseurs. En effet, aux prix d'équilibre, aucun arbitrage ne doit être possible. Autrement dit, si le prix d'un actif est tel que sa détention offre un rendement plus élevé que celui disponible sur d'autres titres, cela signifie en principe qu'il est plus risqué : la différence de rendement ne fait alors que refléter la prime de risque exigée par les investisseurs. Cette approche générale, fondée sur le principe d'arbitrage dans un univers risqué, peut se décliner actif financier par actif financier et conduit aux expressions habituelles des modèles de valorisation (valorisation par les « dividendes actualisés » pour

les actions, par « l'hypothèse d'anticipation » pour les obligations et par le modèle dit « d'overshooting » pour le change).

Ces expressions, rappelées dans l'annexe, sont bien connues, à l'exception peut-être de celle portant sur les taux de change. En effet, pour des raisons un peu mystérieuses, il n'y a pas d'accord général sur les grandeurs à examiner si l'on veut évaluer à un moment donné le « bon » niveau des différentes devises (la relation présentée en annexe insiste quant à elle sur trois grandeurs clefs : les écarts de taux d'intérêt réels à long terme entre pays, le taux de change d'équilibre à long terme et les primes de risque exigées par les investisseurs pour investir à l'étranger).

Ces différentes expressions fournissent le cadre conceptuel permettant de juger des valorisations observées sur les marchés et facilitent en principe les discussions entre experts. Il reste cependant pour ces derniers à faire l'essentiel : quantifier les « inputs » de ces modèles, c'est-à-dire les différentes grandeurs qui jouent un rôle central en matière de valorisation. Où seront ainsi les dividendes dans les 30 prochaines années ? A quel niveau la banque centrale fixera-t-elle les taux monétaires dans le futur ? Où se situent les taux de change soutenables par les différentes économies à moyen et long termes ? Quelles sont les primes de risque exigées dans la durée par les investisseurs pour investir sur les différentes classes d'actifs ?

Rappelons que la réponse à la dernière question, celle liée aux primes de risque, est centrale. Tous les actifs ayant une durée de vie longue (obligations à 10 ans, 30 ans ou plus), voire quasi-infinie (actions, devises), ont en principe un prix d'équilibre très dépendant des primes de risque exigées par les investisseurs. Prenons un exemple très simple qui permet de souligner cette sensibilité des prix d'actifs aux primes de risque. Que vaut une action qui rapporterait à l'avenir en moyenne 100 euros de dividendes alors que les taux d'intérêt sont à 5% ? Si la prime de risque est de 5%, elle vaut 1000 euros (elle rapporte alors 100/1000 soit 10%, c'est-à-dire 5% de plus que le taux d'intérêt). Si maintenant la prime de risque est de seulement 4%, elle vaudra 1111 (et rapportera 100/1111 soit 9%). Une baisse de seulement 1% de la prime de risque peut ainsi faire augmenter le prix d'équilibre des actions de plus de 10%. De façon similaire, dans les modèles de change usuels une devise devra baisser d'environ 10% si la prime de risque annuelle exigée par les investisseurs étrangers augmente durablement de 1%, à taux d'intérêt inchangés (voir annexe).

Notons enfin que la prime de risque qui importe en principe sur un marché fonctionnant bien n'est pas la prime de risque instantanée, c'est-à-dire le sur-rendement exigé à court terme sur l'actif considéré, mais la prime de risque escomptée en moyenne sur la durée de vie de l'actif considéré. Ainsi, s'il y a des raisons objectives de penser que la prime de risque exigée sur un actif augmentera dans le futur, les prix actuels doivent en principe refléter ces anticipations. En d'autres termes, le juste prix aujourd'hui dépend du juste prix demain et après-demain, qui à l'évidence dépendent des exigences de rendement futures des investisseurs.

Or, et nous verrons plus loin toutes les perturbations directes et indirectes que cela peut entraîner sur les marchés, il y a de bonnes raisons de craindre une certaine instabilité de ces exigences de rendement. Il y a en effet au moins six raisons distinctes de penser que les primes de risque exigées par les investisseurs varient au cours du temps. Tous les chocs qui suivent modifient de façon structurelle les conditions de l'équilibre entre offre et demande de titres, c'est-à-dire qu'ils modifient les primes de risque que les différents actifs doivent donner aux investisseurs pour équilibrer les marchés.

### *1.1. Les chocs sur l'aversion au risque.*

Une augmentation générale de l'aversion au risque fait mécaniquement baisser le prix de tous les actifs risqués. Les déterminants de l'aversion au risque des investisseurs sont complexes, mais au vu des débats récents deux facteurs méritent d'être mentionnés. D'une part, le niveau des taux d'intérêt monétaires pilotés par les banques centrales joue probablement un rôle. Des taux d'intérêt bas poussent les investisseurs à prendre plus de risque pour obtenir un rendement satisfaisant de leurs placements. On a ainsi beaucoup reproché aux autorités monétaires américaines d'avoir encouragé la formation de bulles financières par de longues périodes de « laxisme » monétaire depuis 25 ans. D'autre part, on peut penser que le souci de protéger son patrimoine augmente quand celui-ci a récemment décliné. Ainsi, l'effet d'un choc négatif sur les profits des entreprises peut être amplifié par le canal des primes de risque : un choc du type choc pétrolier fera baisser les actions à la fois parce que les profits futurs sont revus à la baisse (« choc de rémunération ») et parce que la chute des patrimoines rend les investisseurs plus prudents (« choc de prime de risque »). Les marchés sont ainsi vulnérables à un mécanisme de cercle vicieux où la baisse des cours des actifs risqués, quelle qu'en soit la raison initiale, provoque en retour une hausse des primes de risque, d'où une nouvelle baisse des cours, des primes de risque... . etc.. Ce risque de spirale à la baisse a d'ailleurs beaucoup augmenté depuis une dizaine d'années pour des raisons structurelles liées à l'évolution des marchés de capitaux. En effet, les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de pension) ont des contraintes réglementaires de plus en plus strictes en matière de prise de risque rapportée à leurs fonds propres. Quand les marchés d'actions baissent, ils peuvent être contraints de vendre leurs titres pour protéger leur marge de solvabilité. Dans le même esprit, on peut s'interroger sur les risques pour la stabilité des marchés liés au développement de l'épargne retraite. Là aussi la baisse des marchés peut conduire l'épargnant à vouloir réduire ses risques pour protéger un niveau minimum de retraite complémentaire future. Ainsi, on peut se demander si la forte volatilité des marchés n'a pas été encouragée au cours des dernières années par le développement de ces facteurs dits « pro-cycliques », en complément bien sûr des chocs provenant du financement de l'immobilier américain ou de la crise de solvabilité de la Grèce.

### *1.2. Les chocs sur l'horizon d'investissement.*

Il est bien connu que le risque que présentent les différents actifs financiers dépend beaucoup de l'horizon d'investissement. Acheter des obligations est risqué pour un investisseur à court terme, car la valeur des obligations varie avec le niveau des taux d'intérêt à long terme, mais l'est beaucoup moins pour un investisseur à long terme qui conserve les obligations en portefeuille. A la limite, si l'investisseur n'a aucun doute sur la capacité de la banque centrale à maintenir l'inflation à un niveau bas, l'achat d'obligations d'Etat ne présente aucun risque pour l'investisseur à long terme qui est sûr du pouvoir d'achat de son placement quand l'obligation arrivée en fin de vie est remboursée. Inversement, le placement monétaire, sans risque pour l'investisseur à court terme, est très risqué pour l'investisseur à long terme qui ne sait pas où seront les taux d'intérêt courts à l'avenir et donc quelle rémunération il obtiendra sur son placement. C'est ainsi que les ménages japonais ayant investi en produits monétaires se retrouvent depuis plusieurs années avec une rémunération (nominale) quasi-nulle sur ces placements. On pourrait tenir le même type de raisonnement sur les actions : plus l'horizon de placement est long, moins les actions sont risquées car un éventuel krach est en général compensé dans les années, ou au pire les décennies, qui suivent. Une modification structurelle de l'horizon de placement des investisseurs, liée par exemple à la démographie et à la part variable de l'épargne retraite à long terme, doit tout naturellement avoir un impact sur les primes de risque requises sur les différents placements. Un horizon en moyenne plus long fera baisser les primes de risque sur les obligations et les actions relativement aux placements monétaires.

### *1.3. Les changements de régimes macroéconomiques.*

Les risques des différents placements sont évidemment très dépendants de la nature de ce que l'on peut appeler « le régime macroéconomique », c'est-à-dire de la nature des chocs macroéconomiques et financiers que l'économie doit encaisser. Par exemple, si les chocs sont des chocs d'inflation, la détention d'obligations peut être risquée même pour des investisseurs à long terme. Mais si l'inflation est durablement sous contrôle, que ce soit du fait de l'absence de chocs type chocs pétroliers ou du fait d'une meilleure crédibilité des banques centrales, les obligations deviennent beaucoup moins risquées. Il est ainsi très vraisemblable que la prime de risque exigée par les investisseurs en obligations a fortement reculé depuis 20 ans, la mémoire des deux chocs pétroliers tendant à s'estomper et la vigilance des banques centrales se renforçant. Dans le même esprit, une plus grande stabilité macroéconomique qui permet d'éviter des chocs de trop grande ampleur sur les profits des entreprises peut être favorable aux actions. Ainsi, certains ont vu un « effet Greenspan » dans la montée spectaculaire du prix des actions américaines dans les années 90 : la confiance dans la capacité d'Alan Greenspan à stabiliser l'économie des Etats-Unis, sa réputation ayant été ruinée depuis par la multiplication des crises financières !, conduisait certains investisseurs à penser que le risque d'un placement en actions avait reculé. Enfin, les modifications des régimes de change fournissent un autre exemple de l'impact très

puissant des changements de régime macroéconomique sur les primes de risque. Détenir du real brésilien n'était pas jugé très risqué tant que l'on pensait que le pays conserverait un haut niveau de stabilité avec le dollar. Mais à partir du début de 1999 et le passage à un régime de flottement, les investisseurs ont à faire face à une forte volatilité de la monnaie brésilienne.

L'impact sur les primes de risque de la nature assez changeante des risques a également été illustré par les crises financières des années récentes. Dans les périodes d'inquiétude sur la solidité des banques, la forte demande pour les obligations des Etats jugés à l'abri du risque de défaut (à tort ou à raison les Etats-Unis, l'Allemagne ou les Japon) conduit parfois les taux d'intérêt à long terme à des niveaux extraordinairement bas. Et quand ces inquiétudes dites « systémiques » reculent, les taux d'intérêt remontent en général assez brutalement.

#### *1.4. Les chocs de fiscalité et de réglementation.*

La demande des investisseurs est également très sensible à la fiscalité des différents produits et aux contraintes réglementaires. Réduire la fiscalité sur certains titres permet à ces titres de trouver des acheteurs avec un rendement plus faible. Du point de vue des valorisations, tout se passe comme si la prime de risque exigée par les investisseurs avait reculé. Par exemple, certaines mesures de soutien aux achats d'actions en France (par exemple l'introduction du PEA) ont probablement contribué à la hausse des cours de bourse. Dans le même esprit, les changements de réglementation peuvent modifier les flux de capitaux et la hiérarchie des rendements entre actifs, c'est-à-dire la prime de risque. Par exemple, la suppression du contrôle des changes favorise les achats de devises étrangères. Une partie de la hausse du dollar au début des années 80 trouvait probablement sa source dans une libéralisation progressive des investissements à l'étranger des grands fonds d'investissement japonais.

#### *1.5. Les chocs d'offre de titres.*

La prime de risque exigée par les investisseurs est aussi très dépendante de l'offre de titres qu'ils ont à absorber. Plus la quantité sera importante, plus ils seront exigeants en matière de rendement. La question de l'offre de titres joue un rôle particulièrement important sur le marché des changes et sur le marché des obligations. En matière de devises, un gros déficit des échanges extérieurs nécessite d'être financé par des entrées de capitaux et les étrangers qui financent ce déficit exigent en principe une prime de risque accrue sur le taux de change. Mais c'est bien sûr sur le marché obligataire que les événements récents ont illustré l'importance des phénomènes d'offre. Une grosse dette publique se paye en général par un niveau élevé des taux d'intérêt à long terme. Cette hausse des taux d'intérêt liée à l'excès d'endettement a deux origines : d'une part, le risque de défaut augmente, et l'investisseur doit être rémunéré pour supporter ce risque et, d'autre part, même si le risque de défaut reste minimal, les investisseurs vont demander une rémunération plus élevée pour absorber les titres émis et déformer la structure de leur portefeuille (moins d'actions ou de produits monétaires, et plus d'obligations). Ce pur phénomène d'équilibrage entre offre et demande,

hors changement du risque de défaut, a par exemple été illustré par le comportement des marchés quand le Trésor américain a annoncé l'arrêt des émissions d'obligations à très long terme (30 ans) en novembre 2001. Les taux d'intérêt sur cette maturité ont alors presque instantanément reculé de 0,5%.

### *1.6. L'apprentissage financier des investisseurs.*

Les cinq grandes familles de chocs que nous venons de passer rapidement en revue sont tous des chocs économiques et financiers « objectifs » qui justifient une modification des primes de risque. Il est cependant important de souligner que les investisseurs sont engagés dans un processus permanent d'apprentissage et que celui-ci peut conduire à une modification des primes de risque exigées même en l'absence des chocs précédents. Le phénomène d'apprentissage a joué historiquement un rôle particulièrement net dans deux domaines : la détention d'actions et la diversification internationale des portefeuilles. On considère ainsi souvent qu'une partie de la croissance de la demande pour les actions aux Etats-Unis dans les années 90 s'expliquait par une meilleure prise en compte par les ménages des avantages du placement en actions quand l'horizon de placement est long. Des ménages qui détenaient peu ou pas d'actions alors même qu'ils épargnaient à long terme pour leur retraite ont été progressivement convaincus par leurs conseillers financiers de renforcer la part consacrée aux actions. Dans le même esprit, les mérites de la diversification internationale des portefeuilles sont bien documentés par la théorie financière moderne. Pourtant, il existe un « biais domestique » important dans la plupart des portefeuilles financiers. Sans raisons convaincantes, beaucoup d'investisseurs préfèrent se limiter à des investissements dans leur pays. Quand ce biais diminue, cela se traduit par une demande importante de devises étrangères et une modification des primes de risque sur le change. L'internationalisation partielle des portefeuilles américains a ainsi joué un rôle important pour expliquer la faiblesse du dollar dans la première moitié des années 90. Dans la deuxième moitié de la même décennie, ce fut le tour des européens de diversifier leurs portefeuilles avec un impact négatif sur leurs, puis leur, monnaies.

Par ailleurs, un nouveau phénomène « d'apprentissage » (ou de mode..) se produit actuellement sous nos yeux en réponse aux crises financières à répétition des années 1998-2011. Il s'agit de la montée en puissance des fonds dits flexibles, en partie inspirés de la gestion alternative, qui tentent d'obtenir des performances financières positives indépendamment ou presque des conditions de marché. Nous reviendrons plus tard sur la diffusion de ce type de fonds auprès des investisseurs qui pourrait diminuer de façon structurelle la demande pour les actifs risqués (hausse des primes de risque) et contribuer à la volatilité des marchés.

Les sources potentielles de variation des primes de risque sont donc nombreuses. Ceci pose deux questions que nous examinerons successivement. D'une part, comment les prix des actifs s'ajustent-ils à ce type de chocs ? Nous essaierons de répondre à cette question dans

le cadre d'un examen plus général du mode de formation du prix des actifs dans le « monde réel ». D'autre part, quelles conséquences tirer de cette analyse en matière de techniques de prévisions financières ?

## **2. La formation du prix des actifs dans le « monde réel ».**

Il est important pour tout analyste en charge de prévisions financières de bien comprendre le fonctionnement réel des marchés financiers. Une question centrale est celle du rôle des relations de valorisation précédentes dans les décisions d'investissement des différents intervenants sur les marchés.

On pourrait s'attendre à ce qu'un nombre important d'investisseurs, ceux que l'on appelle généralement les « fundamentalistes », évaluent sur la base de ces modèles la « bonne » valeur des actifs et mettent en place des arbitrages si les prix s'éloignent des valorisations d'équilibre ainsi estimées. S'ils sont assez nombreux, ils joueront un rôle stabilisateur et les prix des actifs seront alors le reflet des anticipations moyennes des investisseurs portant sur les rendements futurs et les primes de risque. En l'absence de « surprises » qui viendraient modifier les consensus de marché, la performance des différents actifs sera dans ce cas au niveau attendu par les investisseurs. On parle alors généralement d'efficience informationnelle semi-forte des marchés : seules les surprises font bouger les prix et pour espérer avoir dans la durée des rendements supérieurs aux rendements normaux, il faut bénéficier d'une information privilégiée<sup>1</sup>.

Mais est-ce bien le cas ? Que penser du pouvoir stabilisateur des arbitragistes « fundamentalistes » dans le monde réel ? Nous allons essayer de répondre à cette question en deux temps, tout d'abord en discutant la dynamique observée des cours financiers, puis en analysant les pratiques réelles des investisseurs et la place de l'analyse fondamentale dans leurs décisions.

### *2.1. Les cours et les variables fondamentales*

Quelle cohérence y a-t-il entre les prix des actifs financiers et les anticipations des investisseurs portant sur les fondamentaux économiques et financiers à moyen terme (profits, taux d'intérêt, inflation, primes de risque...) ? Malheureusement, cette compatibilité n'est pas directement testable car si les prix de marché sont bien sûr observables, ce n'est pas le cas des anticipations des intervenants. Certes, il existe de nombreuses enquêtes sur ces dernières, mais les principales enquêtes sur les « consensus de marché » portent en

---

<sup>1</sup> On parle d'efficience forte quand même les informations privées, c'est-à-dire connues d'un nombre limité d'intervenants, sont parfaitement intégrées dans les cours. Un tel degré d'efficience paraît très peu vraisemblable (car cela reviendrait à dire que les initiés ne peuvent pas gagner d'argent avec leurs informations privées !) et Grossman et Stiglitz (1980) avancent des raisons théoriques à l'impossibilité d'une efficience informationnelle forte des marchés.



général sur les anticipations à un horizon assez court – un ou deux ans. De plus, ces enquêtes se concentrent sur certaines valeurs clefs (profits, taux d'intérêt, inflation...), mais en oublient d'autres tout aussi importantes. En ce qui concerne les devises, il n'y a notamment pas de suivi régulier des anticipations portant sur les taux de change d'équilibre de long terme. Surtout, de façon plus générale, il n'y a pas d'informations agrégées sur l'évaluation que font les investisseurs fondamentalistes des primes de risque exigées par les investisseurs.

Comment expliquer cette absence d'informations aisément accessibles sur les anticipations des investisseurs pour des variables pourtant au cœur des théories de la valorisation ? Les analystes gardent-ils le secret sur le détail de leurs prévisions ? Y a-t-il trop peu d'investisseurs vraiment fondamentalistes pour répondre à ces questions... Nous reviendrons sur ces questions en discutant les comportements réels d'investissement, mais quelles qu'en soient les raisons, ce manque d'information rend difficile, voire impossible, une évaluation indiscutable de l'efficacité des marchés. Il existe cependant un ensemble assez vaste d'anomalies dans leur fonctionnement qui cadrent mal avec la vision de marchés efficaces sous le contrôle des fondamentalistes.

Tout d'abord, on assiste assez régulièrement à des configurations de marché jugées anormales par la vaste majorité des investisseurs fondamentalistes. Prenons par exemple le cas du prix des actions au pic du printemps 2000. Très peu d'analystes considéraient que les perspectives de profit à long terme étaient suffisamment favorables pour justifier les valorisations observées. En d'autres termes, les primes de risque offertes aux investisseurs étaient généralement jugées anormalement faibles<sup>2</sup>. Des déconnexions aussi spectaculaires entre, d'une part, les valorisations observées et, d'autre part, une évaluation raisonnable des fondamentaux (rendements et primes de risque) ne sont cependant pas très fréquentes. Une autre observation illustre peut-être de façon encore plus flagrante, bien qu'indirecte, la déconnexion partielle entre les prix financiers et leurs déterminants fondamentaux. En principe, sur des marchés efficaces, les variations de cours devraient pouvoir s'expliquer par des modifications objectives de l'environnement économique et financier. Mais, on observe de façon très fréquente, sur tous les types de marchés, des mouvements importants sans que la moindre information économique et financière de nature à modifier les primes de

---

<sup>2</sup> Cependant, il est vrai qu'une minorité d'auteurs considérait que les primes de risque exigées par les investisseurs étaient devenues structurellement faibles. Pour cela, ils insistaient sur le rôle joué par plusieurs facteurs mentionnés précédemment (horizon plus long, économie plus stable grâce au président de la banque centrale américaine, M. Greenspan et l'effet « nouvelle économie », etc.). Mais sans pouvoir mesurer directement les primes de risque avec une grande précision, il apparaissait cependant d'après certains sondages que les attentes de rendement futur étaient en fait toujours élevées, au moins pour les ménages. Cela veut dire que loin de se contenter d'un rendement faible, les ménages, alors exceptionnellement investis en actions, nourrissaient des espoirs de gains toujours élevés, et largement extrapolés des performances passées. A la fin de 1999, ces sondages paraissaient ainsi contredire totalement la thèse des faibles primes de risque (de façon générale, même si ils sont à manier avec prudence et s'ils donnent des résultats assez instables, les enquêtes sur les attentes des investisseurs sont malheureusement les seuls instruments permettant de se faire une idée sur les primes de risque dont ils ont besoin).

risque ou l'analyse des rendements n'ait été publiée. Les années récentes fournissent de nombreux exemples, notamment pendant l'hiver 2008-2009 suite à la faillite de la banque Lehman Brothers. Mais l'exemple le plus spectaculaire reste le krach du 19 octobre 1987 qui s'est traduit par une baisse de 20% de la valeur des actions américaines. Aucune nouvelle rendue publique ce jour-là n'a pu modifier aussi radicalement la perception des investisseurs sur les profits futurs ou leurs primes de risque (même si l'effondrement du marché a pu ensuite avoir, en retour, des conséquences sur les anticipations ou l'évaluation des risques)<sup>3</sup>. De façon générale, on assiste très régulièrement, sans la publication d'informations significatives, à des mouvements importants entre les cours d'ouverture et de clôture. Les observateurs des marchés parlent alors généralement de «mouvement technique», jargon qui cache mal une certaine incompréhension du phénomène<sup>4</sup>.

Bulles spéculatives, krachs excessifs et réactions étranges aux nouvelles publiées : tout cela ne plaide pas vraiment a priori pour des marchés dominés par les arbitrages des investisseurs fondamentalistes ! Peut-on comprendre cette situation en examinant maintenant de plus près les pratiques réelles des intervenants sur les marchés financiers ?

## *2.2. Les pratiques de marché*

Deux observations nous semblent essentielles si l'on veut expliquer les dynamiques observées : la tendance excessive à l'extrapolation des performances récentes chez les investisseurs particuliers et, surtout, les fortes contraintes exercées par des benchmarks rigides sur les décisions des investisseurs professionnels.

« Les performances récentes ne préjugent pas des performances futures ». En dépit de cet avertissement, trop d'investisseurs, surtout parmi les particuliers pas toujours très bien conseillés, ont tendance à simplement extrapoler la tendance des marchés observée sur le passé récent. Ils se laissent ainsi séduire par les marchés qui ont récemment connu une bonne performance. Au total, depuis 30 ans, les grands mouvements baissiers (milieu des années 70, début des années 80, années 2001-2003, années 2008-2009) ou haussiers (fin des années 80, fin des années 90) sur le marché des actions ont probablement été amplifiés par cette tendance à extrapoler les tendances récentes.

---

<sup>3</sup> Il y eut certes ce jour-là des annonces négatives sur le solde commercial américain et la politique monétaire allemande, mais dont les implications « fondamentales » étaient sans commune mesure avec la réaction des marchés.

<sup>4</sup> Enfin, d'autres anomalies sont largement discutées dans la littérature financière, bien qu'elles ne soient pas nécessairement les plus embarrassantes pour les défenseurs de l'efficience informationnelle des marchés. Par exemple, quels que soient les marchés, il apparaît généralement que les rendements futurs peuvent être partiellement prévus à partir d'informations courantes (par exemple quand les taux de dividendes sont élevés, le rendement futur des actions a tendance à être supérieur à sa moyenne historique ou quand les taux d'intérêt à long terme sont élevés relativement aux taux monétaires le rendement des obligations a également des chances d'être élevé). Mais il est difficile de savoir si cette prévisibilité des rendements futurs traduit une imperfection de marché et l'incapacité des investisseurs à saisir des opportunités, ou plutôt le reflet de primes de risque qui varient au cours du temps. Voir la revue de littérature générale de Campbell, Lo et MacKinlay (1997) sur ces sujets.

Certes, les investisseurs professionnels connaissent généralement les dangers d'une approche purement extrapolative, mais ces derniers rencontrent d'autres obstacles pour adopter un comportement fondamentaliste et stabilisateur. Ils opèrent notamment très généralement sous la contrainte de benchmarks rigides qui exercent une influence considérable sur leurs décisions de gestion. Et nous allons voir comment cette contrainte des benchmarks peut rendre leurs comportements très déstabilisateurs.

Le poids des benchmarks dans la gestion moderne résulte de la généralisation d'un processus en deux temps décrit dans les autres chapitres : les gestionnaires déterminent d'abord une « allocation stratégique », le plus souvent très stable au cours du temps, puis choisissent une « allocation tactique » pour aboutir au portefeuille effectivement investi. L'allocation stratégique décrit la structure du portefeuille jugée souhaitable quand les perspectives relatives de rendement entre actifs, c'est-à-dire les primes de risque, sont « normales ». Ces allocations « stratégiques » vont dépendre de l'investisseur considéré. Elles doivent notamment prendre en compte ses caractéristiques spécifiques en termes d'horizon ou d'aversion au risque. Un investisseur à très long terme prêt à prendre des risques aura une allocation stratégique beaucoup plus chargée en actions qu'un investisseur à court terme prudent. Une très grande ambiguïté règne sur le concept de rendements « normaux » à la base des allocations stratégiques. Faut-il revoir cette estimation des rendements « normaux » quand il y a de bonnes raisons de penser qu'ils ont changé de façon significative (modification objective et durable des primes de risque et/ou bulle de marché) ? On peut le penser si cette allocation stratégique doit jouer un rôle important dans les stratégies de placement. Pourtant, point tout à fait fondamental, ce n'est généralement pas le cas. L'allocation stratégique recommandée à un investisseur est en général très rigide et le plus souvent calibrée en se fiant aux rendements observés sur les différentes classes d'actifs au cours des dernières décennies.

Quel rôle joue cette allocation stratégique rigide dans les stratégies de placement réellement observées ? A partir de l'allocation stratégique, on définit et on calcule le benchmark du gestionnaire : c'est un indice de référence qui indique comment aurait évolué la valeur de son portefeuille s'il ne faisait jamais de choix tactiques et restait toujours collé sur son allocation stratégique<sup>5</sup>. Les performances du gestionnaire sont ainsi évaluées par comparaison fréquente avec ce benchmark. En principe, dans ce cadre, rien ne lui interdit une prise en compte « fondamentaliste » des cours de bourse, des taux d'intérêt et des taux

---

<sup>5</sup> Plus précisément, on choisit pour chaque classe d'actifs un indice représentatif de la performance de cette classe, par exemple l'indice CAC40 pour les actions françaises. On construit alors l'indice de référence pour le gestionnaire en pondérant tous les indices élémentaires par le poids de la classe d'actifs concernée dans l'allocation stratégique. C'est cet indice de référence, qualifié de benchmark, que le gestionnaire doit s'efforcer de battre. Par construction, il mesure la performance théorique du gestionnaire si son portefeuille respectait scrupuleusement l'allocation stratégique et que sur chaque classe d'actif sa performance était alignée sur l'indice de référence du marché en question.

de change dans les décisions d'investissement. En effet, il lui reste la possibilité d'utiliser la flexibilité offerte par l'allocation tactique pour prendre en compte d'éventuels désajustements sur les marchés. On espère d'ailleurs que le gestionnaire utilisera efficacement ses marges de manœuvre pour alléger ses positions dans les marchés surévalués, ou les renforcer dans les marchés sous-évalués, afin de « battre » son benchmark, pour le plus grand bénéfice du client pour le compte duquel il gère. Mais cela n'est pas toujours le cas. De façon générale, l'existence de ces benchmarks rigide constitue une contrainte forte, qui a au moins deux implications négatives sur les choix de gestion.

D'une part, l'espace de liberté du gestionnaire est sévèrement limité. Souvent une limite de risque explicite (sous-performance maximale autorisée relativement au benchmark) lui est imposée. Mais même quand ce n'est pas le cas, le gestionnaire peut s'autocensurer. En effet, il est toujours risqué pour un gestionnaire de s'éloigner de son benchmark. Plus les marchés sont incertains et volatils, plus l'incitation est forte de coller étroitement à son benchmark et de renoncer à tout arbitrage stabilisant. Dès lors, ce qui est prudent pour le gestionnaire – par exemple acheter des actions surévaluées à hauteur de ce qui est inscrit dans le benchmark au printemps 2000 – ne l'est pas forcément pour son mandant.

D'autre part, les (faibles) marges de manœuvre dont disposent les gestionnaires ne sont pas systématiquement utilisées dans un sens fondamentaliste, c'est-à-dire pour s'alléger dans les marchés jugés surévalués et se renforcer sur les actifs bon marché. La méthode fondamentaliste – acheter les actifs qui paraissent sous-évalués sur la base du triptyque profits anticipés, taux d'intérêt, primes de risque – est souvent inappropriée pour un gestionnaire dont la performance est jugée tous les trois ou six mois. Pour quelles raisons un actif surévalué reviendrait-il à sa vraie valeur rapidement, c'est-à-dire sur la courte période où la performance du gestionnaire est évaluée ? S'il y a des acheteurs aujourd'hui au prix actuel, pourquoi la situation changerait-elle rapidement ? La question pour l'investisseur intéressé par la performance à court terme n'est pas de savoir si un actif est surévalué ou non, mais de bien identifier les forces qui peuvent faire bouger son prix relativement rapidement. Or, il existe trois autres méthodes, que nous examinerons dans un plus grand détail dans la 3<sup>ème</sup> partie, qui sont généralement mieux adaptées que la méthode « fondamentaliste pure » pour prévoir les mouvements de marché à court terme.

Le « fondamentaliste sceptique » part du principe que ce sont les surprises qui font bouger les marchés. Il s'emploie donc à analyser très précisément quelles sont les attentes des investisseurs en ce qui concerne l'évolution à court terme des variables économique-politiques les plus importantes. Puis, il confronte ses propres anticipations à celles du marché pour déterminer quelles sont, de son point de vue, les principales surprises à venir et il en tire les conséquences pour sa politique d'investissement. Par exemple, s'il est plus optimiste que les autres investisseurs sur l'évolution à court terme des profits des entreprises, il achètera des actions car il sait que les cours monteront quand ses collègues réaliseront leur erreur. Alors que le « fondamentaliste pur » décidera en principe de sa politique d'investissement en fonction de son analyse de la situation économique à moyen ou long terme et d'un modèle de valorisation des actifs, le « fondamentaliste sceptique » ne regardera que les différences entre son analyse des « fondamentaux » à court terme et l'analyse dominante ou « consensus de marché ». Par exemple, il achètera des actions à

(presque) n'importe quel prix, ce que ne fera pas le « fondamentaliste pur », s'il pense que ses collègues sont trop pessimistes sur les profits qui seront publiés au cours des prochains mois<sup>6</sup>.

Le scepticisme des investisseurs vis-à-vis des modèles fondamentaux de valorisation des actifs peut prendre des formes plus extrêmes avec les deux autres approches qui sont traditionnellement qualifiées de « chartiste » et « contrarian ». Le « chartiste » pense que les cours se situent souvent sur des tendances durables à la hausse ou à la baisse, ce qui n'est pas absurde nous le verrons compte tenu du mode de fonctionnement des marchés. Mais, une tendance ne peut pas être totalement régulière car elle est entrecoupée de « corrections techniques » correspondant à des prises de profits par certains investisseurs. Le « chartiste » pense que la dynamique des marchés autour d'une tendance (ampleur et fréquence des corrections techniques, par exemple) suit des règles assez stables. Ainsi, fort de sa connaissance des régularités observées sur le passé, il pense pouvoir déduire de la simple observation des cours passés certains enseignements sur les perspectives à court terme (existence ou non d'une tendance, vigueur de cette dernière, probabilité d'une correction technique...). Il tente ainsi de repérer sur ses graphiques<sup>7</sup> des figures caractéristiques généralement annonciatrices de la tendance future du marché. L'approche « contrarian » peut sembler encore plus étrange. Le « contrarian » croit en la maxime suivante : « le consensus a toujours tort ». Quand tous les investisseurs sont très optimistes sur l'évolution d'un marché donné, il décide de se porter vendeur. La raison en est simple : lorsqu'il y a un fort consensus haussier, la plupart des investisseurs sont déjà considérablement investis dans l'actif financier considéré. Ils ne pourront guère acheter plus en cas de bonne nouvelle, en revanche une mauvaise surprise provoquera une vague de dégageant et une forte baisse du marché. En se portant vendeur sur le marché, le « contrarian » pense qu'il prend peu de risques puisque le marché a beaucoup plus de potentiel à la baisse qu'à la hausse.

Nous reviendrons dans la 3<sup>ème</sup> partie sur ces différentes méthodes, qui sont plus complémentaires que contradictoires, et sur leur bon emploi. Mais, il est important de souligner que ces modes d'investissement concurrents de l'approche « fondamentaliste pure » ne semblent pas de nature à stabiliser les marchés. L'approche « fondamentaliste sceptique », comme les approches « chartistes » et « contrarian », ne cherchent pas à déterminer si un marché est surévalué ou sous-évalué ; elles ne fondent pas les décisions d'investissement sur une analyse du niveau absolu des cours relativement à la situation des fondamentaux économiques. Sur la base de ces trois approches, un investisseur à la recherche d'un profit rapide peut par exemple être conduit à acheter des actions notoirement surévaluées (comme par exemple à la fin des années 90). C'est le cas si la tendance lui semble être à la hausse (pour le « chartiste »), s'il anticipe à court terme la publication d'indicateurs de profits meilleurs qu'anticipés par le consensus (pour le « fondamentaliste sceptique ») ou s'il pense que les autres investisseurs, rendus prudents

---

<sup>6</sup> Autrement dit, le « fondamentaliste sceptique » utilise son modèle de valorisation, souvent implicite, en variante, c'est-à-dire pour évaluer l'impact probable d'un changement du consensus de marché. « Le fondamentaliste pur », plus audacieux, utilise son modèle en niveau, c'est-à-dire pour identifier si un marché est surévalué ou sous-évalué.

<sup>7</sup> D'où la qualification de « chartiste », tirée de « chart », ou graphique en anglais.

par des valorisations élevées, sont généralement sous-pondérés en actions (pour le « contrarian »).

Au final, allocations stratégiques et benchmarks déterminés de façon excessivement rigides contraignent beaucoup les investisseurs et influencent leurs comportements d'investissements. Ce qui est en cause, ce n'est d'ailleurs pas la séparation, *a priori* très rationnelle, des décisions d'investissement en deux temps – détermination d'un portefeuille stratégique fondé sur une analyse des rendements attendus à long terme, puis inflexion tactique destinée à prendre en compte les tendances de plus court terme. En effet, à condition de savoir réviser régulièrement les allocations stratégiques en fonction de la cherté des marchés, ce processus en deux temps est utile pour ancrer la gestion dans le long terme et éviter une gestion trop exclusivement orientée vers la performance à court terme (voir Davanne et Pujol (2005)). Mais des benchmarks rigides qui ne tiennent pas compte des cycles sur les marchés sont porteurs de nombreux dysfonctionnements.

Avant de revenir plus en détail sur ces conséquences négatives, il faut cependant prendre en compte les évolutions récentes dans le monde de la gestion, directement liées à la décennie agitée que nous venons de connaître, qui semblent avoir ébranlé le modèle dominant que nous venons de décrire. L'aspect très contraignant des benchmarks rigides a conduit au développement d'une gestion dite flexible dégagée de la « dictature » des benchmarks. Ainsi, la plupart des sociétés de gestion offrent maintenant des fonds diversifiés flexibles qui essaient d'optimiser leurs investissements de façon totalement libre<sup>8</sup>. Ces fonds flexibles, en dépit de performances très hétérogènes et en moyenne pas meilleures que celle de la gestion traditionnelle au cours des années récentes, sont très populaires auprès des investisseurs et gagnent des parts de marché au détriment de la gestion benchmarkée traditionnelle. Mais, il faut voir que dans la réalité la gestion flexible ne supprime pas vraiment la notion de benchmark : pour la plupart de ces fonds, il existe en fait un benchmark implicite qui est le taux monétaire. En effet, le gérant « flexible » est jugé sur sa capacité à produire de la performance absolue, c'est-à-dire relativement à un placement monétaire sans risque en capital, dans toutes les configurations de marché. La substitution partielle d'un benchmark monétaire aux benchmarks diversifiés traditionnels n'est pas sans conséquences sur la stabilité des marchés comme nous allons le voir en étudiant de façon beaucoup plus générale les conséquences de benchmarks rigides.

### *2.3. Les trois conséquences d'allocations stratégiques/benchmarks rigides*

*2.3.1. Des analyses fondamentales souvent assez superficielles.* La rigidité des benchmarks réduit considérablement la nécessité pour les gestionnaires d'une analyse approfondie des fondamentaux économiques. En effet quand l'environnement devient très incertain et que

---

<sup>8</sup> Ces fonds flexibles sont le pendant du côté de la gestion traditionnelle soumise à une réglementation stricte des fonds dits « global macro » du côté de la gestion alternative moins régulée. Ces fonds « global macro », qui existent depuis longtemps, cherchent aussi la performance absolue en jouant sans contraintes, à la vente comme à l'achat, sur toutes les classes d'actifs et en ayant souvent recours à des effets de levier.

les perspectives futures de rendement semblent difficiles à évaluer, il existe toujours l'option commode de réduire les positions tactiques et de se caler sur son allocation stratégique. Si la performance est égale au benchmark, rien de grave ne pourra être reproché au gestionnaire qui aura le sentiment d'avoir respecté son mandat. Qu'importe si cette allocation stratégique a généralement été fondée sur l'extrapolation des rendements passés et peut être totalement inadaptée aux conditions prévalant à un moment donné sur les marchés et aux véritables besoins du client final! L'estimation régulière de rendements de moyen terme tenant compte des cours d'achat, qui devrait être au cœur du processus de gestion, devient presque facultative... On constate d'ailleurs que dans ce cadre finalement assez confortable pour les gestionnaires, même ceux d'entre eux qui se disent fondamentalistes font souvent un travail beaucoup moins approfondi que ce qui était décrit dans la première partie. Le plus souvent, la recherche du juste prix ne repose pas sur une analyse détaillée des rendements attendus (déterminés par les profits à moyen terme, les taux d'intérêt, les taux de change d'équilibre...) et des primes de risque requises, mais sur des relations de valorisation très fortement simplifiées. Par exemple, sur le marché des actions, on estime sur longue période des relations statistiques entre prix des actions, taux d'intérêt et profits courants des entreprises pour juger des valorisations observées. Mais ces relations ne donnent que des indications assez frustes sur le bon niveau des valorisations car les profits courants peuvent être de piètres indicateurs de la rentabilité attendue à moyen terme des entreprises<sup>9</sup>.

*2.3.2. Des distorsions durables dans les valorisations, notamment quand les primes de risque varient.* Dans ce cadre, notons que dans la durée la demande pour les différentes classes d'actif est dictée pour l'essentiel par les parts qui leurs sont dévolues par l'allocation stratégique. En effet, à l'exception de la gestion « flexible », les positions tactiques sont relativement faibles et par nature instables, particulièrement celles dictées par des considérations purement fondamentalistes. En conséquence, dans la durée, la demande globale pour les différentes classes d'actifs apparaît en partie déconnectée des conditions de marché. En effet, nous l'avons souligné, ces allocations stratégiques sont très généralement fondées sur une simple extrapolation des rendements observés sur longue période dans le passé. Quand elles se modifient, c'est plus en réponse à des facteurs structurels (modifications dans les horizons de placement, la réglementation, la fiscalité, etc...) qu'en réaction à la plus ou moins grande cherté des marchés. Mais comment espérer que les marchés puissent être toujours à leur juste prix si des évolutions structurelles affectent les primes de risque d'équilibre, et que pourtant les hypothèses de rendement qui dictent les choix de portefeuille restent in fine très largement fondées sur la simple extrapolation du passé ?

Pour mieux comprendre le type de distorsion que cette rigidité des hypothèses de rendement peut provoquer, le mieux est d'examiner les conséquences de certains chocs durables portant sur les primes de risque d'équilibre. Supposons par exemple que l'horizon

---

<sup>9</sup> Remarquons cependant que cette critique des « fondamentalistes purs » porte surtout sur le comportement des allocataires d'actifs qui déterminent la bonne répartition globale des portefeuilles entre actions, obligations et placements monétaires des différentes zones géographiques. Les analystes actions en charge du choix des valeurs font souvent, quand ils adoptent une approche fondamentaliste, un travail plus approfondi d'analyse des profits et dividendes à moyen terme.

de certains investisseurs s'allonge et qu'ils renforcent en conséquence la part des actions en portefeuille dont le prix monte. Sur des marchés efficients, cette hausse structurelle des cours à perspectives de profits inchangées, qui se traduit par une baisse de la prime de risque objectivement offerte aux investisseurs, devrait conduire à une redéfinition des allocations stratégiques de tous les investisseurs. Les nouveaux achats d'actions devraient donc pour partie être compensés par des ventes en provenance des autres investisseurs, ce qui freinerait la hausse des cours. Mais, si les allocations stratégiques de la gestion benchmarkée traditionnelle sont fondées sur la simple extrapolation des rendements passés sans prise en compte du renchérissement des cours, ce ne sera pas le cas. Les investisseurs deviennent alors surexposés aux actions car les allocations d'actifs reposent sur des hypothèses de rendements et de primes de risque devenues incompatibles avec les prix de marché. D'où une situation de « mispricing » (écart entre cours et valeurs fondamentales) qui durera tant que les allocations stratégiques ne seront pas modifiées. Un mécanisme de ce type a probablement joué un rôle dans la flambée du prix des actions dans la deuxième moitié des années 90. Pour un ensemble de bonnes (croissance de l'épargne retraite, familiarisation croissante des ménages avec les actions) et de mauvaises raisons (appât du gain chez les ménages après de nombreuses années de hausses des cours), la demande pour les actions était alors structurellement orientée à la hausse. La plupart des investisseurs professionnels pensaient que les actions étaient progressivement devenues très chères dans une perspective de long terme et que dans ces conditions les rendements futurs ne seraient pas à la hauteur des rendements passés. Mais compte tenu de la force du mouvement, ils n'étaient pas prêts à prendre durablement des positions tactiques vendeuses sur une base « fondamentaliste ». Ils restaient donc investis en actions à hauteur de leurs poids dans l'allocation stratégique, c'est-à-dire sur la base d'hypothèses de rendement généralement jugées obsolètes ! Il s'agissait là de la position la moins risquée pour les gestionnaires, à défaut de l'être pour leurs clients. Cette rigidité des benchmarks fait ainsi perdre au marché ses mécanismes stabilisateurs et, dans une perspective longue, l'impact des chocs de primes de risque sur les cours peut donc en être exagéré. Des mécanismes similaires contribuent aussi à expliquer l'évolution de la parité euro-dollar de 1999 à 2001, juste après l'introduction de la nouvelle devise européenne. Dans ce cas, le choc structurel venu modifier l'équilibre offre-demande sur le marché des changes, c'est-à-dire le choc de prime de risque, est venu d'une tendance des investisseurs européens à s'internationaliser (achat d'entreprises étrangères par des entreprises européennes pour 1000 milliards d'euros en trois ans et achat de titres américains par les investisseurs institutionnels type fonds de pension et compagnies d'assurance-vie). Cette demande de dollar a conduit les parités à un niveau où il devenait très intéressant d'acheter de l'euro dans une perspective de long terme. Mais, la demande pour l'euro était dans la pratique sévèrement limitée par des benchmarks de gestion ne tenant pas compte de cette opportunité de marché, car fondés sur l'extrapolation des rendements observés historiquement sur les différentes devises.

Une question qui se pose est celle des conséquences pour ces phénomènes récurrents de mispricing de la montée en puissance déjà évoquée de la gestion flexible, c'est-à-dire en simplifiant beaucoup le passage d'allocations stratégiques traditionnelles, mixant actions et obligations, à un benchmark implicitement purement monétaire. Cette substitution, heureusement très partielle, semble avoir deux types de conséquences.



En premier lieu, elle est de nature à augmenter structurellement les primes de risque sur les actifs risqués. En effet, ces fonds flexibles font certes beaucoup varier la proportion d'actions en portefeuille, de 0% à 100% pour certains, mais sont en moyenne au cours du temps beaucoup moins investis en actions que la gestion benchmarkée traditionnelle. Leur référence étant implicitement le placement monétaire, il leur faut des primes de risque élevées sur les actions pour les convaincre d'en mettre beaucoup en portefeuille. La baisse structurelle de la demande pour les actifs risqués associée à ce type de gestion peut alors contribuer à faire augmenter les primes de risque sur les actions et les autres actifs risqués. Cette augmentation structurelle des primes de risque peut constituer une forme de « mispricing » : des investisseurs qui auraient vocation à détenir des actions compte tenu de leur horizon d'investissement long, par exemple dans le cadre de la préparation de leur retraite, vont finalement être peu exposés à ces placements rémunérateurs, notamment dans les périodes de stress de marché, où les gestionnaires flexibles réduisent leurs risques, c'est-à-dire justement dans les moments de crise où les actions sont généralement très attractives pour l'investisseur à long terme qui a le temps pour lui !

En second lieu, au-delà d'une tendance haussière sur les primes de risque, la montée en puissance de ce type de gestion risque d'accroître fortement et de façon structurelle la volatilité des marchés. Sur le plan des valorisations fondamentales d'équilibre, les primes de risque peuvent devenir très instables. En effet, pour l'investisseur à court terme flexible, le risque est mesuré par la volatilité instantanée des marchés. Or, la variabilité des cours varie fortement au cours du temps et peut exploser dans les périodes de tensions financières. Les primes de risque exigées deviennent alors très élevées. Le développement de la gestion flexible renforce ainsi le risque de cercles vicieux difficilement contrôlables : un choc exogène à la baisse, parce qu'il accroît la volatilité, fait monter les primes de risque, ce qui nourrit la baisse, et donc la volatilité et à nouveau la hausse des primes de risque...

*2.3.3. La fréquence des « mouvements techniques ».* Ainsi, la trop faible réactivité des allocations stratégiques aux modifications de cherté des marchés peut créer des « mispricing » durables. La montée en puissance récente de la gestion flexible n'a pas modifié ce constat, bien au contraire. Un actif objectivement pas cher peut le rester un certain temps parce que les investisseurs sont très limités par leurs benchmarks dans leurs capacités à se porter acquéreurs (cf. l'euro en 2000-2001). Ou, symétriquement, un actif très cher peut rester surévalué un certain temps si les allocations stratégiques de la gestion benchmarkée traditionnelle forcent certains investisseurs à des achats importants (cf. les achats massifs d'actions des fonds de pension à la fin des années 90 en dépit de la cherté du marché). Cette réalité des marchés doit bien sûr être prise en compte par les prévisionnistes financiers. Par ailleurs, la « dictature des benchmarks » renforce un autre phénomène perturbateur : l'importance des « mouvements techniques » que les experts de marché peinent aussi bien à prévoir qu'à expliquer a posteriori. On parle de mouvements techniques quand les cours évoluent significativement en l'absence de nouvelles, voire en contradiction totale avec les nouvelles publiées (par exemple, dans sa grande période de faiblesse déjà mentionnée, l'euro avait une fâcheuse tendance à baisser en réponse à un indicateur favorable à la zone...). Ces « mouvements techniques » surprenants s'expliquent par les ajustements de positions tactiques. Le gestionnaire a le choix, nous l'avons vu, entre de nombreux styles de gestion pour déterminer ses positions tactiques. Il peut notamment

être plutôt « fondamentaliste pur », « fondamentaliste sceptique », « chartiste » ou « contrarian ». Par ailleurs, il peut être plutôt actif, c'est-à-dire prendre des positions relativement importantes sur la base de ses analyses tactiques, ou passif et hésiter à s'éloigner de son allocation stratégique. Il n'y a pas de règles claires pour choisir un style plutôt qu'un autre et tout est question de confiance dans leur efficacité respective. Mais, au-delà de ses convictions, le gestionnaire ressent aussi tout le poids des benchmarks. Il ne peut pas se permettre de sous-performer tactiquement trop longtemps. Ainsi, l'échec d'une méthode d'investissement le conduira rapidement soit à passer d'actif à passif, c'est-à-dire à coller prudemment à son benchmark, soit à changer radicalement de style de gestion. Un changement d'approche qui concerne un nombre significatif d'intervenants aura bien sûr un impact sur les marchés. A cet égard, un scénario fréquent bien connu des praticiens, et pourtant à notre connaissance largement absent de la littérature théorique sur le sujet, est celui dit de la « capitulation ». Des « fondamentalistes » sont pris à contre-pied par la tendance lourde du marché et par choix, par peur de perdre leurs clients ou parce qu'ils butent sur leurs limites de risques (les « stop loss » des traders), doivent fermer leurs positions. Alors que ces « fondamentalistes » freinaient initialement la tendance lourde du marché, leur « capitulation » l'accélère au contraire. Par exemple, il est clair qu'après l'introduction de l'euro plusieurs des épisodes de faiblesse accentuée de la nouvelle devise européenne (automne 2000, juin 2001) ont été amplifiés par ce phénomène de capitulation d'acheteurs d'euros ayant de mauvaises performances par rapport à leurs benchmarks et ne pouvant plus tenir leurs positions. De même, la dernière hausse violente des marchés d'actions à la fin de 1999 et au début de l'année 2000 a probablement été amplifiée par la capitulation des gestionnaires les moins investis en actions. Dernier exemple : Il a été assez bien documenté par des enquêtes que dans la grande montée du dollar de la première moitié des années 80 (avec un pic à plus de 10 francs en février 1985) les opérateurs fondamentalistes sont devenus de moins en moins nombreux et que la proportion des chartistes a fortement progressé. Cette « capitulation » a contribué à amplifier la hausse du dollar et l'instabilité du marché des changes dans les premiers mois de l'année 1985.

Ces « mouvements techniques » perturbateurs, particulièrement difficiles à anticiper, sont assez fréquents, mais bien heureusement très loin d'être systématiques. Il existe en effet, à des degrés divers selon les marchés, des périodes où les cours ne bougent significativement qu'en réponse à des surprises, dans le sens et avec l'ampleur prévus par la théorie. Une des difficultés pour le prévisionniste sera justement d'identifier ceux des marchés qui ont ainsi un comportement « sain », par opposition aux marchés en crise marqués par l'importance des « mouvements techniques » difficiles à expliquer.

### **3. Les méthodes pratiques de prévision financière.**

Au-delà des chocs économiques ou géo-politiques bien réels qui ébranlent nos économies, la dynamique des marchés est ainsi souvent perturbée par de multiples phénomènes purement financiers qui interagissent de façon complexe :

- la tendance de nombreux ménages à fonder leurs investissements sur une extrapolation mécanique des performances les plus récentes.
- la rigidité des allocations stratégiques d'actifs des investisseurs institutionnels, qui déconnecte en partie dans la durée leur demande d'actifs des valorisations observées sur les marchés.
- l'instabilité des allocations tactiques, notamment celles prises sur une base purement fondamentaliste, qui contribue à la volatilité des marchés.

Au final, compte tenu des modes de gestion aujourd'hui dominants, les marchés financiers apparaissent ainsi comme des mécaniques fragiles qui fonctionnent souvent correctement, mais rencontrent parfois de sérieuses difficultés pour refléter les réalités économiques. Dans ce cadre complexe, il n'y a évidemment pas de recettes miracles permettant de prévoir de façon précise l'évolution des principales grandeurs financières (indices boursiers, taux d'intérêt à long terme, taux de change). Pourtant, un certain nombre de leçons émergent des analyses précédentes. La principale est que le mode de prévision adapté dépend crucialement de l'horizon. Plus celui-ci est lointain, plus il apparaît raisonnable de tabler en moyenne sur des valorisations proches des fondamentaux. A un horizon de 10 ans, il n'y a pas de raisons a priori de penser que la tendance extrapolative des ménages jouera dans un sens ou dans l'autre. Parallèlement, il n'est pas absurde de penser que les allocations stratégiques d'actifs auront finalement appris d'une façon ou d'une autre à s'adapter à la cherté relative des différents placements. Au final, à cet horizon lointain, la bonne méthode de prévision est certainement la méthode « fondamentaliste pure » qui examine l'évolution dans la durée des rendements offerts sur les différentes classes d'actifs et des primes de risque exigées à l'équilibre par les investisseurs. Ainsi, les modèles fondamentaux de valorisation jouent un rôle essentiel pour les (rares) gestionnaires qui essaient d'évaluer les rendements de long terme autrement qu'en extrapolant les dernières décennies, et ceci afin de rendre plus réactives leurs allocations stratégiques d'actifs tout en conservant une orientation de gestion à long terme (contrairement à la plupart des fonds dits flexibles).

En revanche, pour la prévision à court terme utilisée dans le cadre des allocations tactiques, c'est-à-dire les prévisions sur un horizon de 3 mois à un an, l'analyse purement fondamentaliste n'apparaît pas d'un grand secours. Si les marchés sont éloignés de l'équilibre, peu de facteurs assurent à cet horizon le retour des cours vers les niveaux justifiés par les fondamentaux économiques (les rendements) et financiers (les primes de risque). Certains mécanismes (tendance à l'extrapolation des ménages et à la « capitulation » des fondamentalistes confrontés à un mouvement contraire) peuvent même contribuer à amplifier les distorsions observées, avant que celles-ci ne finissent pas s'estomper.

Comme nous l'avons vu, la question centrale pour l'investisseur à court terme n'est donc pas le degré de sur-évaluation ou sous-évaluation des marchés, mais plutôt l'identification des forces qui peuvent réellement faire bouger les marchés à un horizon de quelques mois. Trois d'entre elles doivent être discutées, et il apparaît qu'elles éclairent d'un nouveau jour les approches « fondamentalistes sceptiques », « chartistes » et « contrarian » discutées précédemment.

*3.1. Les surprises sur l'environnement économique et financier.* Les investisseurs peuvent à des degrés divers vouloir changer la structure de leur portefeuille en réponse à de nouvelles informations ayant trait au rendement des actifs et aux primes de risque exigées. Par exemple, de mauvaises surprises sur l'inflation devraient faire monter les taux d'intérêt à long terme et baisser le cours des obligations car elles renforcent l'attractivité relative des placements monétaires (à un double titre : en laissant anticiper une politique monétaire plus restrictive dans le futur afin de lutter contre la hausse des prix et en augmentant la prime de risque exigée par les investisseurs en obligations). Cette observation donne ainsi une profonde rationalité à l'approche « fondamentaliste sceptique » fondée sur l'observation précise des consensus de marché et sur l'étude des surprises potentielles.

*3.2. Les flux structurels.* A rendement donné des actifs, la demande peut évoluer pour les différentes raisons évoquées dans la première partie. Par ailleurs, l'offre de titre se modifie en réponse aux déficits publics et externes, ou suite à des changements dans les modes de financement des entreprises. En d'autres termes, les primes de risque d'équilibre changent. L'existence de ces flux structurels peut créer des tendances assez durables à la hausse ou à la baisse sur les prix des actifs. En l'absence de toute nouvelle, des achats nouveaux ou des ventes nouvelles apparaissent à ce titre sur le marché (par exemple, un gros déficit extérieur se traduira par des ventes nettes structurelles de devises sur le marché des changes). Il n'est alors pas absurde de donner un certain poids aux arguments chartistes et d'accepter l'idée selon laquelle une observation attentive de la dynamique des cours puisse donner des indications sur les tendances à l'œuvre. Mais cela plaide pour un chartisme raisonné qui ne se limite pas à un simple travail d'analyse des cours passés. En effet, l'analyse purement graphique gagne généralement à être complétée par un examen des différents indicateurs disponibles portant sur l'évolution des placements (comptes financiers en France ou « Flow of funds » publiés par la banque centrale américaine aux Etats-Unis). Au final, le diagnostic chartiste sur l'existence d'une tendance sera plus convaincant si cette dernière est cohérente avec les déformations structurelles effectivement observées en matière de demande ou d'offre de titres.

*3.3. Les ajustements de positions tactiques, à l'origine de « mouvements techniques ».* En l'absence de toute surprise ou de flux structurels, les cours peuvent changer si les investisseurs révisent leurs allocations tactiques. Nous avons déjà discuté les cas de « capitulation » progressive des « fondamentalistes purs » confrontés à une tendance qui leur est défavorable. Il faut également mentionner les prises de profit des investisseurs

chartistes ayant identifié et joué avec succès cette tendance. Ces prises de profit correspondent souvent à l'apparition de signaux chartistes indiquant un affaiblissement provisoire ou durable de la tendance précédente. La fréquence de ces ajustements de position tactique explique l'intérêt d'un examen de nature « contrarian » des marchés. Quand les positions tactiques sont très concentrées dans un même sens, que ce soit pour des raisons plutôt fondamentales ou chartistes, il existe un risque fort de réduction des positions et, en conséquence, de correction technique poussant les cours dans le sens contraire à celui espéré par les investisseurs. Selon les cas, ces corrections techniques peuvent être motivées par des prises de profit ou le souci de limiter les pertes.

Ainsi, le prévisionniste à court terme, attentif aux différentes forces de nature à faire bouger les marchés à court terme, gagnera à panacher les approches précédentes :

- Il analysera le consensus de marché portant sur les variables fondamentales (profits, inflation, politique monétaire...) et évaluera les risques de surprises (« fondamentaliste sceptique »).
- Il traquera les déformations progressives dans l'équilibre entre offre et demande de titres et recherchera la confirmation de ces tendances dans la dynamique des cours (« chartiste raisonné »).
- Il suivra les positions tactiques des autres investisseurs et évaluera la possibilité qu'ils changent d'opinion et bouclent leurs positions (« contrarian »).

Mais quels poids accorder à ces différentes approches ? Notons qu'il arrive, heureusement !, que pendant de longues périodes, les signaux « chartistes » et « contrarian » restent muets. C'est le cas des marchés « sains » caractérisés par (i) des valorisations qui semblent globalement en ligne avec les rendements observés dans le passé et (ii) une stabilité de cette situation favorable, c'est-à-dire l'absence de tendance structurelle à la déformation des primes de risque. Sur de tels marchés « sains », les fondamentalistes ne sont pas tentés de prendre des positions tactiques importantes et donc ne risquent pas de capituler. Et comme il n'y a pas de flux structurels sur les marchés, les chartistes n'ont donc pas de tendance à exploiter et de prises de profit à réaliser... Seules les surprises provoquent alors des mouvements de cours significatifs. L'approche « fondamentaliste sceptique » est alors la plus efficace pour anticiper les mouvements de marché. Les marchés se trouvant dans cette situation sont finalement faciles à identifier : il s'agit de marchés ayant une volatilité modérée, réagissant de façon naturelle aux nouvelles et n'ayant pas manifesté de tendance haussière ou baissière nette dans le passé récent.

Maintenant, il existe aussi les situations moins satisfaisantes déjà mentionnées où le marché peine à s'adapter aux modifications de primes de risque. A des degrés divers, on observe alors des cours incohérents avec les rendements observés historiquement, l'existence d'une tendance haussière ou baissière et de fréquents « mouvements techniques » inexpliqués. En général, ces marchés sont également caractérisés par une volatilité relativement élevée. Sur ces marchés, les prévisionnistes ne peuvent négliger les approches « chartistes

raisonnées » et « contrarian ». En d'autres termes, ils doivent nécessairement évaluer l'ampleur des éventuels flux structurels qui déforment les équilibres offre-demande et suivre le positionnement tactique des autres investisseurs pour détecter le risque de mouvements techniques importants. Il faut d'ailleurs souligner que dans les cas extrêmes, qui peuvent parfois être qualifiés de crises de marché, la dynamique de ces marchés peut devenir totalement dominée par ces ajustements de positions tactiques sans rapport avec les informations publiées. A la limite, la réponse des marchés aux nouvelles peut même devenir totalement contre-intuitive. Par exemple, en 2001, dans les périodes de faiblesse marquée de l'euro déjà mentionnées, la baisse de la devise européenne était souvent particulièrement forte dans les heures ou les jours suivant la publication d'un indicateur pourtant favorable à la zone. En effet, l'absence de réaction positive du marché à la nouvelle envoyait un signal négatif qui accélérail le mouvement de « capitulation » des fundamentalistes acheteurs d'euro. In fine, la sortie de ce cercle vicieux ne fut d'ailleurs trouvée que par le recours aux interventions en soutien de l'euro par la Banque Centrale Européenne.

En conclusion, on voit alors que les talents et l'information nécessaires à l'élaboration de prévisions financières relativement robustes dépendent crucialement de l'horizon de ces prévisions et de la configuration des marchés. Les prévisions de long terme constituent le royaume des « fundamentalistes purs », c'est-à-dire d'économistes capables d'analyser les évolutions à long terme de variables clefs comme les profits des entreprises, les taux d'intérêt monétaires, les taux de change d'équilibre, les primes de risque... Les prévisions à court terme exigent quant à elle des compétences et des informations sensiblement différentes. En termes d'analyse économique, l'important est moins l'analyse fondamentale à long terme que la connaissance des dynamiques de court terme pour bien analyser et prévoir les nouvelles économiques de nature à avoir un impact sur les marchés. A différences d'horizon, différences d'outils : le « fundamentaliste pur » sera plutôt un praticien de l'analyse dite néo-classique apte à éclairer les équilibres de long terme, le « fundamentaliste sceptique » aura plutôt un biais méthodologique keynésien (insistance sur la demande plutôt que sur l'offre, prise en compte de l'existence de déséquilibres sur les différents marchés...). Les différences ne s'arrêtent d'ailleurs pas là. L'expert du long terme n'a pas nécessairement à être immergé parmi les intervenants de marchés, gestionnaires de portefeuille ou traders. Il n'a en effet pas grand-chose à apprendre de leurs décisions d'investissement et de leurs changements fréquents d'opinion... En revanche, le prévisionniste à court terme n'a aucune chance d'être utile s'il n'est pas profondément immergé au milieu des investisseurs opérationnels. D'une part, pour le « fundamentaliste sceptique », ses prévisions macro-économiques à court terme n'ont de valeur que confrontées au consensus de marché. En d'autres termes, le problème est moins de savoir si la croissance économique sera forte l'année prochaine que de savoir si elle sera plus forte que le marché ne l'anticipe. La connaissance du consensus de marché peut certes être en partie approchée par l'utilisation des enquêtes effectuées auprès des intervenants. Mais rien ne vaut le contact direct pour connaître le fonds de la pensée des investisseurs. D'autre part,

sauf dans des marchés particulièrement « sains », nous avons vu que la prévision financière à horizon court ne repose pas uniquement sur cette capacité à bien analyser la dynamique économique à court terme, puis à confronter cette analyse au consensus de marché. Il faut également suivre les positions tactiques des investisseurs, comprendre la logique qu'ils suivent, anticiper les changements de comportements... Or, cette connaissance intime des dynamiques à l'œuvre sur le marché, particulièrement importante quand celui-ci est en crise, n'est rendue possible que par un contact permanent avec les autres intervenants sur les marchés. In fine, les candidats à la fascinante fonction de prévisionniste dans une grande institution financière doivent être prévenus : la fonction exige peut-être autant de sens psychologique que de connaissances académiques sur les théories modernes de la valorisation....

## Annexe : les modèles usuels de valorisation

Tous les modèles de valorisation fondamentaux reposent sur une condition d'arbitrage : les différents actifs financiers doivent offrir le même rendement à une prime de risque près qui dépend des caractéristiques de l'actif considéré. Le type d'arbitrage privilégié dépend de l'actif considéré.

### *Les obligations d'Etat sans risque de défaut*

Le modèle dit « des anticipations » considère le niveau des taux d'intérêt à long terme qui résulterait d'un arbitrage entre l'achat d'un produit monétaire et celui d'une obligation. Par exemple, investir 100 en obligations zéro coupon (qui ne versent les intérêts cumulés qu'au moment du remboursement de l'obligation) ayant une maturité  $i$  et un taux d'intérêt  $r_i$ , rapporte à terme  $(1+r_i)^i$ . Le produit de cet investissement doit être égal, à une prime de risque annuelle  $pr_i$  près, à ce que rapporterait un placement monétaire renouvelé en permanence pendant les  $i$  années. En considérant ici comme placement monétaire un placement à un an, on obtient la relation suivante.

$$(1+r_i)^i = (1+pr_i)^i \prod_{t=0}^{i-1} (1+r_1^{at})$$

avec  $r_i$  taux zéro coupon sur des obligations à l'échéance  $i$ ,  $r_1^{at}$  taux à un an anticipé pour la date  $t$ ,  $pr_i$  la prime de risque sur les obligations d'échéance  $i$ .

### *Les actions*

Les actions versent des dividendes. Quelle est la valeur aujourd'hui  $VAD_i$  du dividende  $D_i^a$  anticipé pour la date  $i$  ? La condition d'absence d'arbitrage indique qu'à la prime de risque  $pr$  annuelle requise par les actionnaires près il doit être équivalent de placer la somme  $VAD_i$  pendant  $i$  années sur le marché obligataire ou de recevoir  $D_i^a$ . Donc  $D_i^a = VAD_i (1+r_i)^i (1+pr)^i$ . La valeur de l'action se déduit de cette succession d'arbitrage entre recevoir un dividende à la date  $i$  où placer en obligations de maturité  $i$ . Soit :

$$P = \sum_{i=1}^{+\infty} VAD_i = \sum_{i=1}^{+\infty} \left( \frac{D_i^a}{(1+r_i)^i (1+pr)^i} \right)$$

Cette expression dit qu'une action vaut la valeur actualisée des dividendes qu'elle versera. Le taux d'actualisation dépend de la prime de risque  $pr$ .

### *Les taux de change*



Il n'y a pas en matière de taux de change le même degré de consensus que pour les obligations ou les actions en ce qui concerne l'arbitrage à examiner pour extraire une relation de valorisation. Le modèle « d'overshooting » de Dornbusch (1976) examinait les conséquences d'un arbitrage entre produits monétaires exprimés en devises différentes. Mais la formule résultante fait jouer un rôle clef aux taux courts anticipés dans le futur qui sont inobservables (ou à la masse monétaire, comme dans l'article initial de Dornbusch, si l'on croit à l'existence d'une relation stricte entre taux courts et agrégats monétaires). Il nous semble alors plus naturel de comparer le rendement sur longue période du placement en obligations de deux pays différents, ce qui fait jouer un rôle clef aux taux longs qui ont le mérite d'être observables.

Nous cherchons le taux de change  $e$  d'un pays A donné (une unité de la monnaie du pays considéré vaut  $e$  unités de la devise étrangères). Pour simplifier les expressions qui suivent, nous raisonnons sur le taux de change réel (c'est-à-dire sur le pouvoir d'achat à l'étranger de la devise considérée relativement à son pouvoir d'achat domestique). Pour l'investisseur étranger du pays B, il doit être équivalent d'acheter les obligations du pays A ou ses obligations nationales, à une prime de risque près. Quel espoir de gains a-t-il en achetant des obligations du pays A ? Imaginons qu'il place à un horizon suffisamment lointain (une dizaine d'année) pour supposer que le taux de change réel bilatéral sera revenu à son niveau d'équilibre de long terme appelé  $e^{lt}$ . S'il place 100, il va investir  $100/e$  dans la devise du pays A et toucher  $i$  années plus tard  $100 e^{lt} / e (1+r_i)^i$  avec  $r_i$  le taux d'intérêt réel du pays A (sur des obligations zéro-coupon de maturité  $i$ ). S'il avait investi sur les obligations de son propre pays, il aurait touché en termes réels  $100 (1+r_i^*)^i$  avec  $r_i^*$  le taux d'intérêt réel du pays B (sur des obligations zéro-coupon de maturité  $i$ ). Si  $pr$  est la prime de risque annuelle exigée par les investisseurs du pays B qui placent dans le pays A, on doit donc avoir :

$$(1+r_i^*)^i (1+pr)^i = e^{lt} \frac{(1+r_i)^i}{e}$$

D'où l'expression suivante pour le taux de change :

$$e = e^{lt} \frac{(1+r_i)^i}{(1+r_i^*)^i (1+pr)^i}$$

Répetons que cette expression n'est valide que pour un horizon  $i$  suffisamment éloigné pour qu'il soit raisonnable d'anticiper un retour du taux de change réel à son niveau d'équilibre de long terme (soit un horizon de 7 ou 10 ans). Soulignons en conséquence la grande sensibilité théorique des taux de change aux écarts de taux d'intérêt ou aux primes de risque. Si les investisseurs tablent sur un retour à l'équilibre à un horizon de 10 ans ( $i=10$ ), une hausse structurelle de 1% de la prime de risque annuelle exigée par les investisseurs étrangers fera ainsi baisser la devise de 10% si les écarts de taux d'intérêt restent inchangés. En achetant la

devise 10% moins chère qu'auparavant, l'investisseur aura alors un espoir de gain plus élevé, en ligne avec ses nouvelles exigences.

**Bibliographie :**

Campbell, J.Y., A.W. Lo, et A. C. MacKinlay (1997): "The Econometrics of Financial Markets", Princeton University Press.

Davanne, O. et Pujol, T. (2005): "Allocation d'actifs, variation des primes de risque et benchmarks", Revue d'Economie Financière n°79.

Dornbusch, R. (1976): "Expectations and Exchange Rate Dynamics," Journal of Political Economy, 84.

Grossman, S. et J. Stiglitz, 1980, « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », American Economic review, 70.