

## **Pourquoi les fundamentalistes (purs) perdent-ils parfois le contrôle des marchés ?**

Lors de la séance du 1<sup>er</sup> octobre, j'ai eu une question sur mon interprétation de la valorisation stupéfiante de Tesla. Je me suis laissé entraîner dans une digression sur les « bulles » qu'en général je cherche à éviter...

Il n'y a en effet pas de théorie claire et consensuelle sur l'origine des « bulles », c'est-à-dire les situations où la grande majorité des experts s'accordent à dire que les valorisations s'écartent des fondamentaux, et pourtant le problème persiste, voire s'aggrave. J'ai cependant écrit ce bref complément pour expliquer de façon un peu plus claire qu'oralement ma perception du problème. Il est clair que cette discussion ne fait pas partie des sujets à dominer pour l'examen. Mon cours est surtout sur la macroéconomie. Concernant la partie marché financiers, il faudra connaître les différents types de gestion – notamment les formules fondamentales – mais je n'attends pas de discussion des différents régimes de marché – bulle ou non – et des modes de gestion à privilégier selon les cas.

Pourquoi les fundamentalistes perdent parfois la main ? Il y a logiquement trois réponses possibles, et je pense qu'il y a du vrai dans chacune d'elles.

### **1/ Tous les investisseurs ne sont pas fundamentalistes (« purs »).**

Il y a des investisseurs peu rationnels qui sont victimes des modes et extrapolent très naïvement les tendances. L'avenir est au numérique ou à l'électrique donc on achète du numérique ou de l'électrique quel que soit le cours d'achat...

Cette irrationalité de beaucoup d'investisseurs non professionnels est renforcée par les mauvaises incitations qui existent au niveau du conseil financier. Il est très difficile pour un conseiller financier de vendre à ses clients un titre – ou un fonds – qui a mal performé récemment. S'il continue à baisser, le client s'étonnera d'être entré sur un produit pour lesquels existaient en apparence des signaux négatifs assez clairs. Donc les conseillers financiers ont malheureusement une tendance à aller dans le sens du vent... Ce risque existe aussi, de façon atténuée, pour des gérants de fonds qui doivent parfois rendre des comptes sur la composition du portefeuille qu'ils gèrent.

Ces mécanismes d'irrationalité jouent probablement un rôle dans la bulle observée aujourd'hui sur certaines valeurs technologiques.

### **2/ Les fundamentalistes (« purs ») n'ont pas les reins très solides.**

La très grande majorité des investisseurs professionnels ont des benchmarks contraignants. Ils ne peuvent pas se permettre de sous-performer durablement.

Donc quand un mouvement irrationnel devient trop prononcé, il arrive un moment où les fundamentalistes doivent capituler. Ils deviennent soit passifs – en collant au benchmark – soit renforcent le poids donné aux autres styles de gestion (« fondamentaliste sceptique », « contrarian », « chartiste »). En sortant de leurs positions fondamentales souvent au pire moment (cf. la capitulation cette années des fonds qui vendaient à découvert Tesla), ils amplifient la bulle. Cette capitulation des fundamentalistes (« purs ») est un processus bien connu des professionnels.

Cette capitulation a d'autant plus de chances de se produire que les fundamentalistes sont incertains sur leurs modèles. Dans le cas de Tesla, il se pose la question de la supériorité technologique de la firme et de la part de marché qu'elle peut espérer à terme sur le marché potentiellement colossal de la voiture électrique. Ces incertitudes freinent l'ardeur des fundamentalistes et augmentent les risques de bulle.

### **3/ Les fundamentalistes (« purs ») se trompent parfois radicalement, sur la macroéconomie et, plus grave, sur les primes de risque !**

Les deux points précédents sont probablement assez consensuels : l'existence d'investisseurs peu rationnels et les mauvaises incitations dans le monde de la gestion professionnelle (incitations à recommander les titres qui ont récemment monté et contraintes importantes des benchmarks qui créent des phénomènes de capitulation) expliquent beaucoup d'anomalies observées sur les marchés.

A titre personnel, je trouve que cela exonère cependant un peu vite les fundamentalistes (« purs ») de toute responsabilité...

Dans beaucoup de cas, ils capitulent aussi parce qu'ils se sont radicalement trompés ! Il y a deux types d'erreurs.

Celles qui portent sur l'économie réelle (profits, politiques monétaires...) ne sont pas les plus graves. Tout le monde comprend qu'il s'agit de sujets incertains : les prévisions sont réajustées en permanence et ces erreurs ne conduisent pas à un abandon structurel d'une approche fondamentaliste.

C'est une opinion très personnelle : je pense que les erreurs les plus graves et déstabilisantes portent sur les primes de risque. Comme longuement discuté à propos des obligations d'Etat, les fundamentalistes ont souvent une approche assez naïve et superficielle des primes de risque nécessaires sur les différentes classes d'actifs. Par exemple, comme discuté lors de ma disgression du 1<sup>er</sup> octobre, beaucoup (Mohamed El-Erian ?) n'intègrent pas le fait que les primes de risque sur les actions ont probablement structurellement baissé avec le bas niveau des taux d'intérêt (cf. l'autre complément que je mets aujourd'hui sur le site). Cela n'est peut-être pas définitif – je reviendrai sur les risques qui pèsent sur les marchés d'actions – mais cette baisse doit être prise en compte dans une véritable approche fondamentaliste.

Dans de nombreux cas, la capitulation des fundamentalistes (celle à venir de El-Erian ?) me semble directement s'expliquer par cette faiblesse dans l'analyse des primes de risque. Et ces capitulations sont en général assez structurelles, car une fois les hypothèses usuelles de primes de risque abandonnées, il est très difficile sur un marché en perte de trouver de nouvelles références.

Au final, les marchés ont des dynamiques très complexes et il est souvent difficile d'expliquer ce qui est en train de se passer ! J'insiste à nouveau sur le fait que ces questions subtiles de capitulation ne sont pas au programme de l'examen.

OD

6/10/20