

# LA VIGIE

DÉCEMBRE 2007

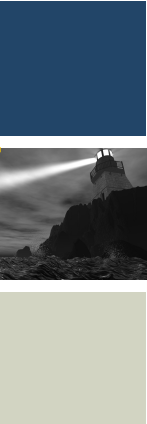
Les **marchés** peuvent-ils réellement  
être efficaces ?

Dans ce numéro de la Vigie, nous poursuivons dans la lancée de l'édition de novembre et visons à introduire des concepts pouvant aider à établir un schéma explicatif des comportements de marché.



*« Vigie : du latin "vigilare" qui signifie veiller. La surveillance exercée par un matelot de veille à partir d'un endroit élevé; son poste d'observation »  
- Petit Robert*

GESTION DE PORTEFEUILLE  
**N A T C A N**



« L'univers du placement est en mouvance constante. Pour y naviguer, on doit faire preuve de discipline et de rigueur intellectuelle; on doit pouvoir déchiffrer des indicateurs sur des horizons distants tout en évitant les écueils à proximité. Il faut savoir faire preuve d'humilité et maintenir une bonne dose de réalisme et d'humour. Bref, on doit faire preuve d'une vigilance sans faille.

Ces qualités sont réunies au sein de l'équipe de Gestion de portefeuille Natcan inc. Les commentaires qui suivent reflètent la pensée des professionnels de Natcan sur des événements ayant un impact sur les investisseurs canadiens et leurs conseillers. »

– Pascal Duquette, président et chef du placement

## >>> NATCAN

Gestion de portefeuille Natcan Inc. est une filiale de la Banque Nationale du Canada. Fondée en 1990, la société gère près de 30 milliards de dollars et est l'un des plus importants gestionnaires institutionnels canadiens. Nos équipes de gestion agissent selon leurs convictions avec discipline et rigueur, dégagant ainsi des rendements à long terme supérieurs et conformes aux attentes des investisseurs et de leurs conseillers.

## >>> L'AUTEUR : PASCAL DUQUETTE, M.Sc., CFA

### Président, chef de la direction et chef du placement



Avant de se joindre à Gestion de portefeuille Natcan en 2004, Pascal Duquette a œuvré 18 années pour Investissements Canadien National, années au cours desquelles il a occupé plusieurs fonctions au sein de l'équipe de gestion des actions mondiales. Monsieur Duquette a amorcé sa carrière au CN en 1986 à titre d'analyste à la recherche, a obtenu le titre de gestionnaire de portefeuille, actions européennes, en 1993 et de gestionnaire d'actions mondiales en 1998. Au cours de cette période, il fut membre de divers comités de placement responsables des stratégies d'investissement. Monsieur Duquette a obtenu une maîtrise en science (option finance) de l'Université de Montréal en 1989 et il est également détenteur de la désignation de CFA (Chartered Financial Analyst).



Lors de la dernière édition de la Vigie, Michael Quigley traitait des mouvements de panique au sein des marchés financiers et introduisait la notion d'opposition entre ces importantes fluctuations de cours et le concept d'effizienz de marché. La plupart des investisseurs s'entendent pour dire que ce concept est erroné. Pour corroborer, M. Quigley a offert trois explications probables :

- des cours boursiers inexacts;
- le sentiment des investisseurs; et
- un déséquilibre des forces de marché.

Le concept d'effizienz de marché suppose que toute information disponible se reflète correctement dans les cours boursiers, et que toute nouvelle information y est assimilée rapidement et justement.

Il existe trois formes d'effizienz de marché : faible, semi-forte et forte. Il est possible de démentir la première en prouvant que les cours antérieurs peuvent servir à prédire les cours futurs, une nette opposition aux analyses techniques. Jusqu'au début des années 1990, cette forme d'effizienz représentait la croyance populaire. Cependant, dans un article publié dans *Journal of Finance* en 1993, Jagadeesh & Titman avancent que les cours passés peuvent en effet aider à prédire les cours ultérieurs. Ils démontrent que les titres figurant parmi les déciles supérieurs de performance des 12 mois précédents ont, par la suite, continué à mieux performer que le reste du marché. La signification de cette constatation est colossale car elle implique une autocorrélation positive des séries de cours boursiers. L'approche de placement momentum était alors né.

L'hypothèse de l'effizienz semi-forte fait référence à la vitesse d'assimilation des nouvelles informations. Il est très difficile de vérifier cet aspect. La plupart des tentatives utilisent des annonces de fractionnement d'actions pour le faire. De façon générale, il a été démontré que bien qu'il ne soit pas immédiat, l'ajustement du cours d'un actif est tout de même très rapide.

L'effizienz forte a, elle aussi, été contredite par de nombreux experts. Les idées traditionnelles sous-tendent que les transactions d'initiés révèlent la tendance des cours futurs. Plusieurs investisseurs utilisent

celles-ci comme des indicateurs d'achat et de vente. Une telle théorie consent donc que le concept d'effizienz de marché, tel qu'il a été défini précédemment, n'est pas respecté ou du moins, est non éprouvé.

En dépit de tels efforts visant à discréditer cette théorie, bon nombre d'intervenants de marché maintiennent qu'il est effizienz. On ne peut que s'interroger sur le raisonnement derrière une contradiction si apparente.

Une explication plausible pourrait être qu'on enseigne aux intervenants de marché à croire que l'effizienz de marché est bel et bien réelle, et que défier des propos académiques si ancrés dans la croyance populaire requiert courage, temps et détermination. Mais cette logique ne pourrait s'appliquer aux théoriciens.

La vérification de l'hypothèse de l'effizienz de marché (HEM) est complexe, car elle suppose l'évaluation simultanée de :

- la vitesse d'assimilation de l'information dans les cours; et
- la justesse de la réflexion de l'information dans les cours.

Ce dernier point est le plus problématique. Pour l'évaluer, nous devons faire appel à un modèle d'équilibre qui nous permettra de reproduire parfaitement le mécanisme de fixation des prix du marché. Un tel modèle n'est toutefois pas encore disponible ! Le modèle d'évaluation des actifs financiers, la théorie d'arbitrage et leurs dérivés sont des modèles théoriques précis qui ne traduisent pas du tout la réalité. Malgré ceci, les théoriciens continuent de défendre l'hypothèse de marché effizienz, déclarant que si on ne peut la démentir, elle doit être maintenue. Si ce concept est en effet valide, on doit se demander comment des mouvements de marché soudains tels que ceux du 19 octobre 1987 peuvent survenir.

L'éternel débat quant à la validité de cette théorie soulève d'importantes questions. Est-il réellement nécessaire d'investir du temps à tenter de prouver l'hypothèse d'effizienz de marché ? Pourrait-on bénéficier davantage du temps investi à déterminer si les cours boursiers reflètent réellement la rationalité économique, telle que décrite par les plus grandes théories du milieu ? Est-il raisonnable de croire en l'homo economicus ? L'existence même du débat sur l'effizienz des marchés

nous démontre qu'il existe un large éventail d'avenues nous permettant d'élargir nos connaissances et notre compréhension des dynamiques de marché.

## LA CROISÉE DES AUTRES SCIENCES

### Psychologie

Peu de gens pourraient prétendre agir avec autant de rationalité dans leur vie personnelle que ce qui est prédit par les économistes. Pourtant, nous continuons d'exiger que les investisseurs se conforment aux définitions économiques de la rationalité dans leurs décisions de placement. En tant qu'humains, il est normal que les émotions jouent un rôle prépondérant dans nos choix.

La psychologie a longtemps étudié cet aspect de notre processus de prise de décision. L'économie et la finance ont commencé à utiliser certaines de ces conclusions pour élaborer un nouveau modèle économique. Bien qu'ils n'en soient pas les fondateurs, Amos Tversky, Daniel Kahneman et Richard Thaler sont devenus les références ultimes de ce qu'on appelle désormais finance comportementale. Leurs efforts ont été largement reconnus; Kahneman a d'ailleurs été le lauréat du prix Nobel d'économie de 2002.

La finance comportementale consiste en l'étude de l'influence de la psychologie sur le comportement des praticiens financiers et son effet subséquent sur les marchés. Elle nous aide à expliquer comment et pourquoi les marchés peuvent être inefficients<sup>1</sup>.

C'est Richard Thaler qui a le mieux parvenu à démontrer les failles de l'HEM lors d'un séminaire de Harvard Business School auquel participait l'auteur il y a quelques années. Le tableau ci-contre fait état de son explication.

### Les sciences pures et environnementales

La croyance voulant que la nature soit probabiliste est largement répandue en science. Ainsi, tous les événements incluent un élément d'incertitude pouvant apporter un résultat différent, bien que l'on ait posé le même geste sous les mêmes conditions

<sup>1</sup> Martin Sewell, « Behavioural Finance », Dept of Computer Science, University College London, mai 2007, 14 p.

Implications du rationnel dans la théorie de marchés efficients	
Implications	Faits
Les changements dans les cours reflètent les nouvelles.	19 octobre 1987
Les investisseurs achètent le portefeuille du marché.	La diversification de la plupart des portefeuilles laisse à désirer.
Pratiquement aucune transaction.	La plupart des fonds d'actions sont gérés activement; le roulement est élevé.
Les cours sont non prévisibles.	Les petites capitalisations, le revirement de tendance, de faibles c/b, de faibles ratios cours-valeurs comptables, tous surperforment l'indice. Les cours fluctuent en réponse aux annonces de résultats, de dividendes et de rachats de parts.
Seul le prix du risque non diversifiable est fixé.	Le facteur bêta n'a que très peu d'influence.
Lorsque les dividendes sont imposés à un niveau supérieur aux gains de capitaux, les firmes rachètent leurs actions plutôt que de distribuer les dividendes.	Les dividendes font désormais force de loi; Lorsque les firmes annoncent des distributions ou augmentations de dividendes, les prix augmentent.
Le fractionnement des actions n'importe pas, et s'il est dispendieux, il ne sera pas suivi.	Le cours nominal moyen d'un actif sur le NYSE est identique à celui d'il y a 70 ans.

contrôlées. Cela illustre la différence entre l'incertitude et le risque, la première ne pouvant être mesurée. Il est incontestable que des événements de marché non attendus surviendront toujours. En mathématique, il est démontré que les marchés suivent une distribution de tendance non conforme à la loi



« normale ». Ainsi, les événements soi-disant « extrêmes » surviennent plus fréquemment qu'ils ne le devraient.

Nous acceptons la notion d'anormalité dans plusieurs sphères de notre vie, mais avons de la difficulté à l'appliquer aux marchés financiers. Nul ne s'attend à ce que deux enfants nés des mêmes parents soient parfaitement identiques, bien qu'ils proviennent du même patrimoine génétique. Alors pourquoi les investisseurs s'attendent-ils à ce que toute hausse de taux d'intérêt ait les mêmes répercussions ? En fait, les enfants nés d'une même union sont souvent très dissemblables. Le même fondement s'applique aux réactions du marché par rapport aux nouvelles économiques. Cette discussion est plutôt complexe, et ceux désirant la poursuivre trouveraient intérêt à lire « Out of Control, the New Biology of Machines » de Kevin Kelly, l'ancien rédacteur de *Wired*.

#### La science environnementale et la théorie de la destruction créatrice

Pour expliquer l'efficacité prédictive des cours antérieurs, Robert Haugen, un professeur de Berkeley, a utilisé l'expression « les marchés prennent du temps à réagir exagérément »<sup>2</sup>.

Bien qu'il n'ait qu'exprimé ses croyances par rapport à l'investissement momentum, il existe deux interprétations de cette phrase :

1. L'information, bien que diffusée rapidement, est absorbée lentement. Ainsi, certains participants économiques agissent - ou réagissent - avec retard.
2. Les fluctuations de cours engendrées par les nouvelles attirent les nouveaux acheteurs. Ce mouvement est en quelque sorte une forme d'information en soi, car il rapporte les gestes des autres intervenants.

Le renommé économiste autrichien Joseph Schumpeter a décrit le processus de destruction créatrice comme l'état naturel d'un système économique capitaliste. Ceci

s'illustre bien par l'analogie du royaume animal : le capitalisme pur est souvent comparé à la loi de la jungle. Dans la nature, l'équilibre est au plus un état que la nature recherche, bien qu'il ne demeure jamais stable bien longtemps. Dans un monde de gazelles et de lions, il existe un nombre suffisant de gazelles pour combler la faim des lions. Cependant, en raison des chocs externes tels les sécheresses ou les interventions humaines, le déséquilibre devient la norme, l'état naturel de ce monde. Alors que le nombre de gazelles augmente, la population de lions fait face à un surplus de nourriture permettant aux plus faibles de survivre; la population des gazelles s'en retrouve ainsi graduellement réduite, entraînant la mort imminente des lions les plus faibles, et déclenchant ainsi un autre accroissement du nombre de gazelles.

Selon Schumpeter, c'est de cette façon que l'économie capitaliste devrait fonctionner. Les marchés financiers sont des systèmes capitalistes par excellence, et il est donc naturel pour les cours boursiers de surchauffer, créant parfois des fluctuations violentes et soudaines. Dans cet environnement, il faut donc s'attendre à ce que des bulles et des krachs prennent forme de façon graduelle et continue.

#### CONCLUSION

Cette Vigie avait notamment pour but d'illustrer que plusieurs des concepts derrière nos croyances financières académiques actuelles pourraient être sévèrement mis en doute.

Accepter que plusieurs des préceptes du placement puissent être remis en question devrait mener vers des courants de pensée alternatifs, tels que celui de la finance comportementale, un domaine que nous explorerons à nouveau lors d'une prochaine édition de la Vigie.

D'ici là, n'oublions pas que bien se connaître semble être un très bon conseil à suivre lorsque vient le temps de prendre une décision de placement judicieuse.

<sup>2</sup> Robert A. Haugen, « The New Finance: Overreaction, Complexity and Uniqueness », Prentice Hall, 17 nov. 2003, 149 p.

*Cette publication est destinée à votre usage personnel seulement. Les informations et les opinions qui y sont exprimées le sont uniquement à titre informatif et sont sujettes à changement selon les conditions du marché ou de toute autre conjoncture. Les points de vue exprimés à la présente vous sont offerts à titre informatif seulement et aucune prise de décision pour vos placements ne devrait reposer sur ces derniers. Les rendements passés ne permettent pas nécessairement de prévoir les rendements futurs. Ce document ne doit en aucun cas être considéré ou utilisé aux fins d'offre d'achat de parts dans un fonds ou de toute autre offre de titres, quelle que soit la juridiction. En aucun cas, cette publication ne peut être reproduite en tout ou en partie, ni de quelque manière que ce soit, sans avoir obtenu la permission écrite préalable de Gestion de portefeuille Natcan.*