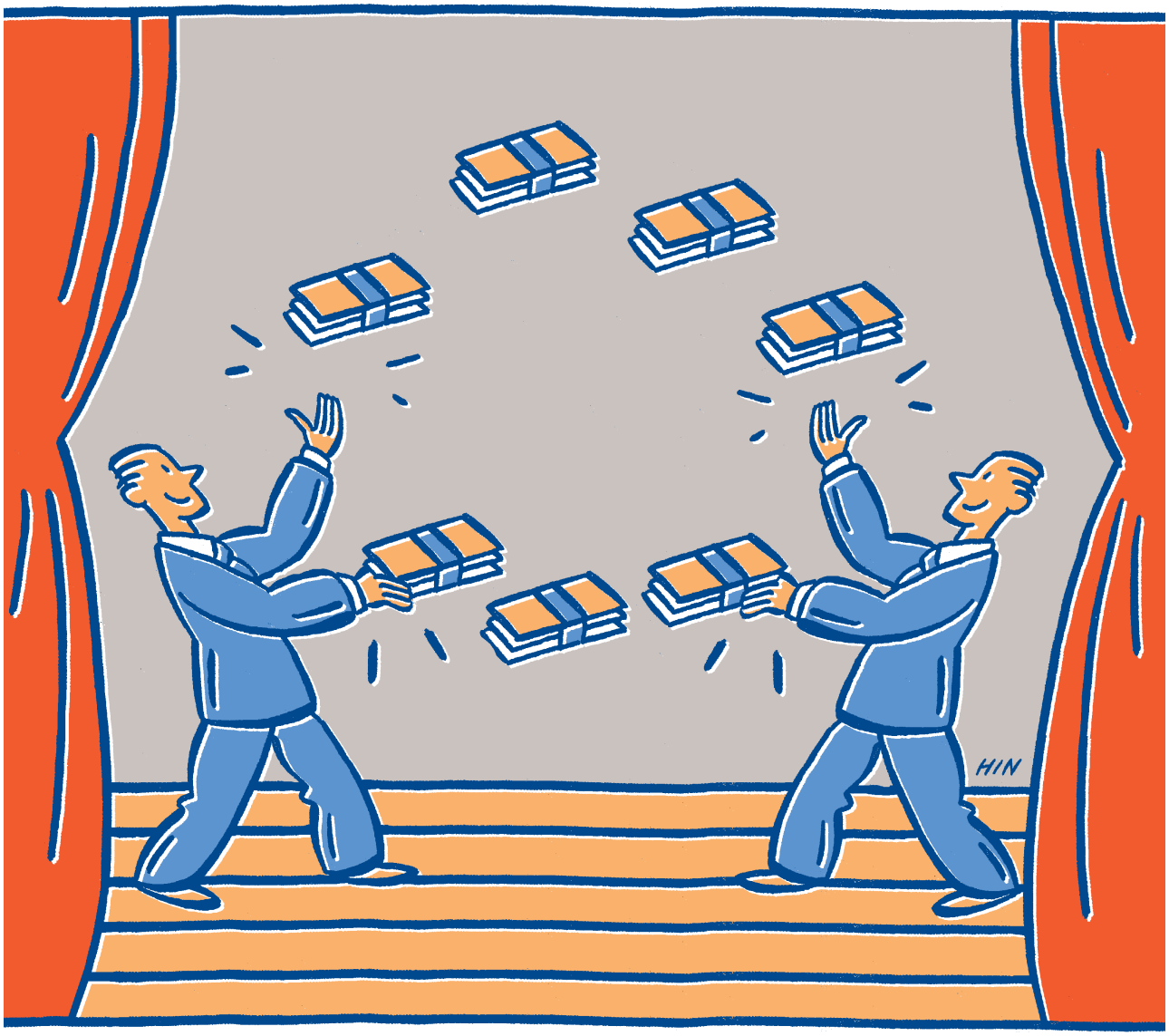
Les Echos
Le Quotidien de l'Economie

AVEC LE CONCOURS DE
ERNST & YOUNG



AMERICAN EXPRESS Corporate Services

l'Art de la Finance 7

EN ASSOCIATION AVEC

GROUPE HEC

London Business School

Wharton
The Wharton School
University of Pennsylvania

The University of Chicago Graduate School of Business

EN COLLABORATION AVEC LE
FINANCIAL TIMES

7

La discipline de la valeur
Par Jean-Florent Rérolle, Franck Quentin et Jean-Michel Béghin, Ernst & Young
Pages II et III

Gestion de portefeuille et mesure de performance
Par Blaise Allaz, Groupe HEC
Le rang d'un fonds dans un classement établi sur la seule base de la rentabilité réalisée ne permet pas d'inférer la qualité de sa gestion. Il faut tenir compte du niveau de risque pris et du mouvement du marché.
Pages IV et V

La théorie de la marche aléatoire en question
Par Craig MacKinlay, Wharton School, et Andrew W. Lo, Massachusetts Institute of Technology
La validité de la théorie de la marche aléatoire est désormais remise en question, des études montrant que les taux de rendement hebdomadaires sont, dans une certaine mesure, prévisibles pour les actions cotées aux Etats-Unis.
Pages VI à VIII

Si les marchés se trompaient ?
Par Nicholas Barberis, université de Chicago
Plusieurs études récentes viennent contredire les tenants de la théorie des marchés efficients. Les investisseurs semblent ne pas réagir correctement à l'information qu'ils reçoivent et commettent des erreurs qui sont alors exploitées par des tiers.
Pages VIII et IX

Le rôle clef des intermédiaires financiers
Par Harold Rose, London Business School
La réduction du risque et la réduction des coûts constituent les principaux avantages de l'intermédiation financière qui, de ce fait, favorise l'épargne et l'investissement.
Pages X et XI

Les Echos
Directeur général, directeur des publications : Olivier **FLEUROT**
Directeur général adjoint : David **GUIRAUD**
Directeur de la rédaction, rédacteur en chef : Nicolas **BEYTOUT**

L'Art de la Finance

Rédacteur en chef adjoint : Michel **DABAJI**
Coordination et secrétariat de rédaction : Stéphanie **MEUNIER**
Valérie **MAILLARD**

Pour recevoir les cahiers de l'Art de la Finance, reportez-vous à la page X

Jean-Florent Rérolle

Jean-Florent Rérolle est associé de Ernst & Young en charge du Corporate Finance et du « value based management ». Il enseigne également la finance d'entreprise au Groupe HEC et à l'ESCP.

Franck Quentin

Franck Quentin est senior consultant de Ernst & Young Corporate Finance, spécialisé dans l'évaluation d'entreprise et la gestion de la valeur.

Jean-Michel Béghin

Jean-Michel Béghin est directeur de mission de Ernst & Young Conseil, spécialisé dans la gestion de la valeur et le management de la performance.

La discipline de la valeur

La discipline de la valeur ne se réduit pas au calcul d'un indicateur. Elle vise à provoquer un véritable changement culturel et managérial au sein de l'entreprise.

JEAN-FLORENT RÉROLLE, FRANCK QUENTIN ET JEAN-MICHEL BÉGHIN

Face à la pression croissante de la communauté financière, la création de valeur devient un thème incontournable. Cependant, trop souvent, les entreprises ne font que proférer des incantations en sa faveur. Comme le montrent de nombreux exemples aux Etats-Unis, cette technique ne peut durer longtemps. L'incantation doit céder la place à la réalisation. L'augmentation continue du cours de Bourse à un rythme supérieur à celui du marché ou des principaux concurrents est la marque du succès stratégique d'une entreprise.

Or la valeur ne se crée pas par hasard, surtout dans un environnement de plus en plus incertain, intangible et volatil. Pour être efficace, le processus de création de valeur doit être organisé. Deux attitudes extrêmes sont fréquemment observées. La première, minimaliste, consiste à mettre en place des indicateurs de création de valeur (profit économique, EVA®, Roce...) (1) et à s'en servir comme vecteur de communication. La seconde, maximaliste, déploie autour de ces indicateurs des systèmes et des procédures rigides dont l'objectif est d'encadrer les décisions de gestion et de rémunérer partiellement les managers en fonction du respect des règles financières imposées. Ni l'une ni l'autre ne répondent convenablement au défi de la création de valeur.

La première attitude est bien entendu insuffisante. Mettre en place des capteurs ne permet pas en soi de créer de la valeur. Les indicateurs habituellement utilisés ont une nature historique et comptable, alors que la valeur de l'entreprise dépend avant tout de la rentabilité de ses opportunités de croissance futures. En outre, un niveau élevé de corrélation entre l'évolution de ces indicateurs à court terme et celle de la valeur boursière de l'entreprise n'a pas pu être démontré de manière satisfaisante et unanime.

La seconde attitude peut conduire les managers à se focaliser sur le court terme et les inciter à sous-investir. *« Si vous n'avez pas de point de vue à long terme, vous n'aurez aucun moyen de créer de nouveaux marchés*, déclare Gary Hamel. *AT&T a inventé le vidéophone en 1939, en a fait la démonstration en 1964 et l'a lancé en 1992. JVC a planché pendant vingt ans sur le magnétoscope. Le Walkman de Sony et le téléphone cellulaire de Motorola ont incubé pendant une longue période (...). »*

Créer de la valeur consiste à prendre des décisions stratégiques susceptibles de déboucher sur des avantages compétitifs réels et durables. Dans des choix qui engagent l'avenir, la rationalité financière ne doit pas être négligée. Cependant, elle ne saurait en être l'unique fondement. L'intuition, la vision, la chance, la prise de risques ont aussi leur place, et tout système qui conduirait à les brider ou trop les contraindre ne saurait favoriser la création de la valeur à long terme.

Pour enrichir la décision stratégique et en assurer l'exécution efficace, l'entreprise doit adopter une véritable discipline de la valeur. Lorsque l'on examine les entreprises créatrices de valeur, l'on s'aperçoit que la clef du succès réside dans la mise en place d'une approche managériale systématique visant à maximiser la création de valeur à long terme en favorisant le développement d'avantages compétitifs. Plus que les indicateurs mis en place, ou même leur précision, c'est la qualité des décisions stratégiques qui est en question, et, in fine, la culture de l'entreprise.

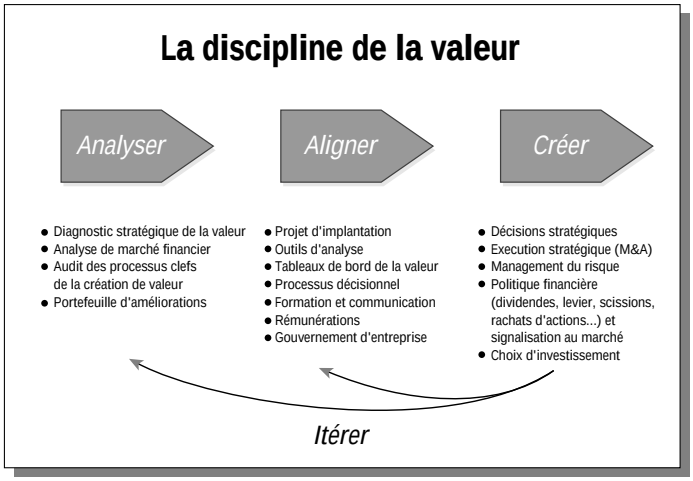
Ces entreprises présentent généralement les caractéristiques suivantes :

- l'organisation et les hommes sont mobilisés autour de la création de valeur à long terme ;
- la prise de décision et l'exécution stratégiques sont fondées sur la création de valeur ;
- les risques opérationnels sont explicitement pris en compte par les opérationnels ;
- le système de mesure des performances permet de suivre la construction d'avantages compétitifs clairement identifiés ;
- la stratégie financière et le gouvernement d'entreprise adressent des signaux clairs aux investisseurs.

Trois dimensions

La mise en place d'une discipline de la valeur recouvre trois dimensions : l'analyse préalable, l'alignement de l'entreprise et la mise en œuvre d'une stratégie créatrice de valeur (voir le schéma ci-dessous).

L'analyse préalable permet de mettre en évidence les grandes problématiques de création de valeur de l'entreprise. Elle s'appuie sur l'examen des stratégies de chaque activité, sur leurs projections financières et leurs risques respectifs, afin d'identifier celles qui créent de la valeur et celles qui en détruisent. Cette analyse s'accompagne d'un diagnostic des processus clefs de la création de valeur dans l'entreprise (choix d'investissement, gestion de l'innovation...). La mise en œuvre de méthodes d'évaluation classiques (comme l'actualisation des flux de liquidités dispo-



nibles) conduit à la valorisation de chaque activité et de l'ensemble du groupe.

Lorsque l'entreprise est cotée, une analyse fine de ses performances boursières doit être conduite. Il convient d'examiner l'écart entre sa valeur de marché et sa valeur intrinsèque, et l'évolution relative de sa capitalisation boursière par rapport à celle de son secteur d'activité et de ses principaux compétiteurs. Cette analyse peut être complétée par une véritable étude de marché financier auprès des investisseurs et des analystes financiers. L'intérêt majeur de ce type d'analyse est d'identifier des hypothèses d'amélioration rapide de la valeur de l'entreprise (réorientation stratégique, cessions ou acquisitions d'activités, politique financière...).

L'alignement de l'entreprise consiste à mettre en place des outils et des méthodes pour assister les managers dans la réflexion et l'action stratégiques. Plus ou moins sophistiqués selon les besoins, ils sont particulièrement utilisés lors de l'élaboration du plan à long terme, du budget et des choix d'investissement. Leur mise en place s'accompagne d'un programme de formation et de sensibilisation des principaux décisionnaires.

De nouveaux indicateurs doivent être institués. Les indicateurs financiers sont insuffisants pour suivre la construction des avantages compétitifs. Ils doivent donc être complétés par des mesures non financières. Tous ces indicateurs sont recensés au sein d'un tableau de bord de la valeur, véritable outil de consensus, de diffusion et de suivi des objectifs stratégiques dans l'entreprise.

L'alignement de l'entreprise sur la création de valeur ne serait pas complet sans une adaptation des modalités de rémunération des managers. Puisque l'objectif de la discipline de la valeur est de faire en sorte que ceux-ci se comportent comme des actionnaires, il est logique qu'une partie plus importante de leur rémunération soit liée à la création de valeur. Au plus haut niveau de l'entreprise, il est concevable d'établir un lien direct entre valeur actionnariale et rémunération. Plus on descend dans la pyramide des responsabilités, plus les critères d'appréciation doivent être liés à des éléments sur lesquels les opérationnels ont une réelle maîtrise. Pour assurer un lien avec la création de valeur, on pourra prendre comme référence les indicateurs non financiers identifiés dans le tableau de bord de la valeur.

Après avoir fait un état des lieux et mis en place les outils d'analyse et d'incitation, l'entreprise est mieux armée pour **prendre des décisions créatrices de valeur**. Deux niveaux doivent être considérés : celui du groupe et celui des unités stratégiques.

Pendant trop longtemps, on a imaginé que les directions générales ne pouvaient pas créer de valeur (c'est le concept de la décote de holding). En réalité, comme le montre l'exemple de General Electric, certains conglomérats en créent beaucoup. La responsabilité du groupe en la matière est multiple. Elle consiste d'abord à utiliser les éléments d'analyse et les hypothèses stratégiques de la première phase pour conduire une réflexion stratégique sur le portefeuille d'activités en vue de son optimisation. C'est en effet au cours des processus de croissance externe que les destructions de valeur les plus fortes peuvent se produire. L'utilisation des outils d'analyse et de simulation pour valider l'opportunité d'une acquisition et le coût de son intégration dans le groupe permet de rationaliser la décision et d'en limiter les risques.

Enfin, une fonction majeure d'une direction générale est d'assurer les relations avec les investisseurs et de bâtir une stratégie marketing du titre. A cet égard, il s'agit moins d'adopter une communication cohérente à la fois avec les attentes des investisseurs et la capacité de l'entreprise à délivrer ses promesses que d'adresser au marché des signaux tangibles sur la volonté de l'ensemble de l'organisation de créer des avantages compétitifs à long terme. Ces signaux sont opérationnels (politique d'investissement, nouveaux produits, politique générale de développement, principes de gouvernement d'entreprise...) et financiers

Résumé

La valeur n'est pas créée par hasard. Elle résulte d'un processus volontariste qui consiste à aligner l'organisation, les procédures et les hommes sur un objectif : créer de la valeur à long terme par des décisions stratégiques pertinentes. La discipline de la valeur permet de réconcilier stratégie et finance dans la prise de décision de l'entreprise. Elle ne se réduit donc pas au calcul d'un indicateur. Son objectif est de provoquer un véritable changement culturel et managérial au sein de l'entreprise par la mise en place d'outils et d'approches destinés à aider les opérationnels dans leur prise de décision quotidienne.

© Restrick/SABA-REA

Pendant trop longtemps, on a imaginé que les directions générales ne pouvaient pas créer de valeur. En réalité, comme le montre l'exemple de General Electric (notre photo), certains conglomérats en créent beaucoup.

(politique de dividendes, rachats d'actions, scissions, structure financière...). Leur maniement est très délicat et suppose une parfaite compréhension du fonctionnement des marchés financiers en général et du comportement de son actionnariat en particulier.

Au niveau des unités stratégiques, la création de valeur consiste à créer des avantages compétitifs réels et durables. Les plans d'action sont déterminés lors de l'exercice annuel de planification, et les objectifs sont transcrits dans le tableau de bord de la valeur. Les managers utilisent de manière intensive les outils de simulation mis à leur disposition pour identifier les risques opérationnels, analyser la sensibilité de la valeur à l'amélioration des différents paramètres d'exploitation, et pour prendre leurs décisions d'investissement ou de désinvestissement. L'une des clefs du succès de l'implantation de la discipline de la valeur réside dans la façon dont ces outils sont perçus par les opérationnels : ils doivent être considérés comme des outils d'aide à la décision, et non comme de nouveaux moyens de contrôle de la direction financière.

Les clefs du succès

Peu d'entreprises peuvent se targuer d'avoir mis en place un système complet et efficace de gestion de la valeur. Cependant, il est possible de tirer quelques leçons des expériences passées ou en cours, même si beaucoup restent partielles. Quelques conditions doivent être réunies pour assurer le succès d'une mise en place qui passe avant tout par l'adhésion de l'ensemble du personnel de l'entreprise (ce qui ne préjuge pas de son efficacité).

Il faut tout d'abord avoir conscience de l'ampleur du projet et de sa nature culturelle. On ne saurait implanter un système de gestion de la valeur partiel, par exemple uniquement au niveau de la direction générale du groupe. La meilleure des stratégies doit nécessairement faire l'objet d'une application déclinée jusqu'à l'atelier. Une politique de communication fine doit intégrer cette dimension holistique et culturelle. La discipline de la valeur constitue un vrai projet culturel pour l'entreprise qui l'adopte.

Les opérationnels doivent s'approprier cette philosophie. Pour cela, il convient de rester simple dans l'approche et les outils, et souligner que l'objectif est d'aider les managers à prendre de meilleures décisions. Les solutions dogmatiques sont à rejeter. Les solutions propres à l'entreprise seront privilégiées au détriment des recettes à la mode.

Toutes les techniques financières disponibles doivent être utilisées en fonction des sujets à traiter. Le directeur financier devra disposer d'approches sophistiquées pour comprendre où se forme la valeur, quels sont les leviers clefs sur lesquels il est possible d'agir, quelles sont les attentes de ses investisseurs, quel degré d'incertitude attacher à telle ou telle prévision sur laquelle s'appuiera le message adressé à la communauté financière. Un responsable de la R&D pourra utiliser des outils de simulation puissants (du type Monte-Carlo ou optionnel), tandis qu'un industriel pourra se contenter d'un modèle de cash-flow simplifié. Les outils mis à la disposition des opérationnels doivent être introduits à l'origine comme des moyens d'animation, de formation et de « coaching ».

La rémunération liée à la création de valeur n'est pas encore très répandue en Europe. Elle constitue pourtant un préalable à toute modification en profondeur des comportements. Elle doit être élaborée en fonction d'objectifs financiers et non financiers, et non en fonction d'une grandeur purement financière de laquelle un opérationnel se sentira forcément éloigné.

Enfin, il s'agit d'un projet à mener dans la durée. Il doit être conduit comme tout projet, c'est-à-dire avec méthode et professionnalisme. La gestion de projet est une compétence importante dont il ne faut pas sous-estimer le rôle dans la mise en place de cette nouvelle discipline.

Cette philosophie de la création de valeur présente néanmoins un revers : celui de contraindre l'entreprise à respecter ses promesses et à créer toujours plus de valeur. En effet, le marché anticipe les résultats d'une stratégie. Si celle-ci est couronnée de succès, le cours ne bougera pas puisqu'il aura déjà intégré ses effets. En revanche, les exigences de rentabilité des investisseurs prendront comme base la nouvelle valeur de marché, et, par conséquent, augmenteront encore la hauteur de l'obstacle que le management devra franchir dans le futur. C'est une contrainte importante... pour le management. Cependant, une entreprise cotée peut-elle se permettre de négliger cette discipline lorsque de plus en plus de ses concurrents l'adoptent ? Sa mise en place offre aux entreprises qui l'ont adoptée une supériorité stratégique considérable. ●

(1) Le profit économique (ou EVA® ou encore valeur économique créée) est la différence entre le résultat d'exploitation après impôts et une charge capitalistique qui est destinée à rémunérer les apporteurs de fonds. Cette charge capitalistique se calcule en multipliant l'actif économique d'ouverture par le coût du capital de l'entreprise ; le Roce ou « return on capital employed » est le résultat d'exploitation rapporté à l'actif économique d'ouverture.

Gestion de portefeuille et mesure de performance

Le rang d'un fonds dans un classement établi sur la seule base de la rentabilité réalisée ne permet pas d'inférer la qualité de sa gestion. Il faut tenir compte du niveau de risque pris et du mouvement du marché.

BLAISE ALLAZ

Ces dernières années, le nombre des véhicules de gestion de fonds français − OPCVM (sicav et FCP) − offerts sur le marché a connu une croissance remarquable. L'importance des montants gérés par des investisseurs professionnels, déjà près de 2.400 milliards de francs en 1997 (1), devrait encore croître au cours des prochaines années avec le développement des systèmes de retraite par capitalisation et l'augmentation de la concurrence dans le domaine de la gestion collective faisant suite à l'entrée en vigueur, en janvier 1996, de la directive européenne sur les services d'investissements.

L'augmentation de la proportion des fonds gérés par des professionnels est un phénomène général observé sur les marchés financiers. Le rapport de la commission Brady, chargée par le président Reagan d'analyser les causes du krach d'octobre 1987, l'avait déjà mis en évidence. En France, cette tendance s'est encore renforcée récemment par la progression des marchés actions, le succès du programme de privatisation depuis 1993 et le montant élevé des coûts de transaction pour les particuliers qui décourage la détention d'actions en direct.

L'émergence d'un grand nombre d'organismes de gestion rend difficile pour les clients le choix d'un bon gestionnaire. C'est pourquoi on assiste à une demande d'outils d'information et de mesure de performance précis, fiables et facilement interprétables, permettant d'effectuer un choix éclairé parmi la myriade de fonds proposés. En réponse à cette demande, de nombreuses revues professionnelles publient maintenant régulièrement les classements des performances trimestrielles réalisées par les principaux fonds.

L'objectif de cet article est de faire le point sur quelques mesures couramment utilisées aujourd'hui.

● Objectifs de la mesure de performance

1. Calcul de la rentabilité réalisée

Les objectifs de la mesure de performance peuvent être multiples, mais le premier consiste tout simplement à mesurer la rentabilité effectivement réalisée par un fonds donné sur une période donnée. Cette tâche n'est pas aussi aisée qu'il peut paraître au premier abord. En effet, dès lors que le gestionnaire du fonds considéré doit faire face à des entrées et des sorties de trésorerie au cours de la période considérée, le simple rapport de la valeur finale du fonds, augmentée des dividendes éventuellement perçus, à la valeur initiale du fonds ne mesure pas correctement la rentabilité réalisée.

Pour neutraliser l'impact des mouvements de trésorerie, il faut donc calculer la rentabilité par franc investi (ou par part). Ainsi, on calcule la rentabilité du fonds pour chaque période séparant deux mouvements (entrée ou sortie) de trésorerie et on obtient la rentabilité sur l'ensemble de la période en capitalisant ces différentes rentabilités intermédiaires.

On ne saurait trop insister sur ce point, car toute erreur à ce stade de l'analyse invalide l'ensemble de la procédure d'évaluation.

2. Evaluation de la qualité de la gestion

Nous pouvons appliquer la démarche précédente à un ensemble de fonds et établir un classement des performances réalisées. L'interprétation d'un tel classement exige cependant la plus grande prudence. En effet, certains résultats sont le fruit de la chance ou de la malchance plutôt que de la qualité de la gestion. Même sur un horizon long, les différences observées d'un fonds à l'autre s'expliquent essentiellement par le niveau de risque pris et le mouvement du marché (2). Cela explique pourquoi certains fonds très bien classés une année se retrouvent en fin de classement l'année suivante et vice versa.

Pour déterminer l'habileté réelle du gestionnaire, il faut donc ajuster sa performance en fonction du niveau de risque pris. Cela suppose, d'une part, que l'on sait mesurer le risque et, d'autre part, que l'on dispose d'une théorie indiquant comment le risque est rémunéré sur le marché financier. Avant de poursuivre notre analyse, ouvrons une brève parenthèse théorique.

La théorie financière distingue deux concepts fondamentaux de risques : (i) le *risque total* d'un actif ou d'un portefeuille, mesuré par l'écart-type de la rentabilité de cet actif, aussi appelé la volatilité de l'actif et (ii) le *risque marginal* d'un actif qui représente la contribution de cet actif au risque total d'un portefeuille donné. Lorsque le portefeuille de référence est le marché pris globalement, le risque marginal est proportionnel au coefficient bêta de l'actif. Rappelons que le bêta d'un actif est le rapport de la covariance entre la rentabilité de l'actif et la rentabilité du portefeuille représentant le marché à la variance de la rentabilité du marché (3).

Concernant la rémunération du risque, l'approche le plus souvent retenue est celle du modèle d'évaluation des actifs financiers, le Medaf (ou Capital Asset Pricing Model, CAPM), qui stipule que, sur un marché financier en situation d'équilibre où les investisseurs choisissent les titres en fonction de leurs espérances et écarts-types de rentabilité, la rentabilité espérée d'un titre financier est égale au taux sans risque auquel vient s'ajouter une prime de risque. La prime de risque d'un actif donné est égale au produit de la prime de risque globale (ou moyenne) sur le marché − l'écart entre la rentabilité espérée du marché et le taux sans risque − par le coefficient bêta du titre. Tracée dans le plan (bêta-espérance de rentabilité), cette relation linéaire entre le bêta d'un titre et son espérance de rentabilité s'appelle la droite de marché (Security Market Line).

Forts de ces rappels, reprenons le fil de notre étude.

● Mesures traditionnelles ajustées pour le risque

Les mesures ajustées pour le risque le plus couramment utilisées dans le cadre de la mesure de performance sont des mesures unidimensionnelles. Les trois principales sont l'alpha de Jensen, le ratio de Sharpe et le ratio de Treynor.

1. L'alpha de Jensen

Le coefficient, ou alpha, de Jensen exploite directement les conclusions du modèle d'évaluation des actifs financiers, le Medaf, sous sa forme ex post. Il est défini par l'expression suivante :

$$\alpha_p = R_p - R_f - (R_m - R_f) \times \beta_p$$

où, α_p = *coefficient alpha (de Jensen) du portefeuille p*
R_p = *rentabilité moyenne du portefeuille p*
R_f = *rentabilité moyenne de l'actif sans risque*
R_m = *rentabilité moyenne du portefeuille de marché*
β_p = *coefficient bêta du portefeuille*

L'alpha de Jensen mesure donc l'excédent de rentabilité, positif ou négatif, réalisé sur le portefeuille par rapport à ce que son risque aurait justifié si l'on se réfère au Medaf. Une valeur positive (négative) de l'alpha indique une performance réalisée supérieure (inférieure) à la « normale ».

Du point de vue pratique, l'estimation de l'alpha exige de réunir un échantillon de données (4) indépendantes sur les rentabilités réalisées du fonds étudié, du taux sans risque et de l'indice de marché retenu. Dans l'hypothèse selon laquelle ces données proviennent d'une distribution stationnaire, l'alpha se calcule alors directement comme l'intercept de la droite de régression des moindres carrés suivante :

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \hat{\alpha}_p + \hat{\beta}_p \times (R_{m,t} - R_{f,t}) + e_t$$

où les e_t sont les écarts par rapport à la régression, de moyenne nulle, statistiquement indépendants de $R_{p,t}$ - $R_{f,t}$ (5).

2. Le ratio de Sharpe

Le ratio de Sharpe est défini comme le ratio de la rentabilité excédentaire moyenne du portefeuille − l'écart entre la rentabilité moyenne du portefeuille et le taux sans risque − et de l'écart-type de la rentabilité du portefeuille :

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Comme l'écart-type de la rentabilité d'un fonds tend à baisser avec le nombre de titres composant le fonds, un fonds mieux diversifié qu'un autre générera une valeur supérieure du ratio de Sharpe qu'un fonds moins diversifié. En divisant la rentabilité excédentaire par le risque total, σ_p, du portefeuille, le ratio de Sharpe ajuste ainsi la performance non seulement pour le risque pris, mais aussi pour le niveau de diversification du portefeuille. Le ratio de Sharpe résume à lui seul deux dimensions différentes de la performance. Il est en effet différent de réaliser une performance supérieure sur un seul actif que sur un ensemble d'actifs (6) (7).

Cette réduction du dénominateur avec l'accroissement du nombre de titres composant le fonds ne s'applique pas au ratio de Treynor, car ce dernier utilise le risque marginal du portefeuille à la place du risque total et le bêta d'un fonds n'est pas une fonction décroissante du nombre de titres.

3. Le ratio de Treynor

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

La tendance aujourd'hui est de privilégier les mesures marginales du risque, tel le bêta, plutôt qu'une mesure globale comme l'écart-type, car la gestion est le plus souvent répartie entre différents gestionnaires. Il importe donc de connaître la contribution de chaque gestionnaire au risque total du fonds, contribution qui est mesurée par le risque dit marginal.

● Critiques des mesures traditionnelles

Les mesures exposées ci-dessus ont l'avantage d'être relativement faciles à estimer. Elles souffrent cependant de faiblesses qui limitent leur pertinence pratique. La première critique, celle de Roll, porte sur le choix du portefeuille de référence utilisé pour estimer les paramètres (alpha, bêta, etc.). A titre d'exemple, un fonds en actions françaises doit-il comparer sa performance avec celle de l'indice CAC 40 ou avec celle du SBF 250 ? Quel indice de référence faut-il retenir pour un fonds sectoriel ? Comment doit-on adapter le benchmark pour suivre l'évolution et la création de nouveaux indices boursiers ? La seconde critique concerne l'hypothèse de constance du risque tout au long de la période de mesure.

1. La critique de Roll

Roll (8) montre comment le choix du portefeuille de référence va conditionner tous les résultats de la mesure de performance. La critique de Roll repose sur la distinction entre portefeuilles efficient et inefficient (9). Roll montre que si le portefeuille de référence choisi est un portefeuille efficient, alors tous les portefeuilles se trouveront sur la droite de marché. Par conséquent, les alpha (de Jensen) de tous ces portefeuilles seront nuls. Aucune sur- ou sous-performance ne sera décelable. En revanche, si le portefeuille de référence est inefficient, alors tout classement de performance donné pourra être bouleversé en choisissant un autre portefeuille de référence, lui

Blaise Allaz

Blaise Allaz, titulaire d'un doctorat de l'université de Princeton (Etats-Unis), est professeur associé et coordinateur du département finance et économie du Groupe HEC. Ses domaines de spécialisation sont la théorie financière et la gestion de portefeuille. En collaboration avec Bernard Dumas, il a publié aux Presses Universitaires de France « Les Titres financiers : équilibre du marché et méthodes d'évaluation ».

© Lauros-Giraudon/Valenciennes, musée des Beaux-Arts

L'émergence d'un grand nombre d'organismes de gestion rend difficile pour les clients le choix d'un bon gestionnaire. C'est pourquoi on assiste à une demande d'outils d'information et de mesure de performance précis, fiables et facilement interprétables.

aussi inefficient. En résumé, Roll nous indique que seuls deux cas de figure sont possibles. Ou bien aucune sur- ou sous-performance ne peut être décelée, ou bien le classement de performance établi est arbitraire et peut toujours être renversé. Les résultats théoriques de Roll ont été confirmés empiriquement par de nombreux auteurs qui ont observé comment les classements de performance variaient avec le choix du benchmark (10)(11).

Dans l'espoir de contourner le problème du choix du benchmark, certains auteurs préconisent de remplacer le Medaf par des modèles à facteurs fondés sur la théorie de l'APT (Arbitrage Pricing Theory). Si le recours à l'APT permet de court-circuiter le problème du choix du benchmark, une autre difficulté apparaît, celle de la détermination des facteurs pertinents, aspect sur lequel la théorie de l'APT ne nous dit rien (12).

2. La non-constance du risque

La seconde difficulté à laquelle se heurtent les mesures de performance présentées ci-dessus provient de la variation du niveau de risque au cours de la période considérée. Dès lors que le risque varie au cours de la période, il est plus difficilement mesurable et n'est pas correctement appréhendé par une mesure unidimensionnelle comme la variance de la rentabilité ou le coefficient bêta. A titre d'exemple, un gestionnaire doué pour le « market timing » variera l'exposition de son portefeuille en fonction de ses anticipations sur les mouvements futurs du marché. Cela se traduira par un accroissement de la variance de la rentabilité de son portefeuille qui conduira à diminuer son ratio de Sharpe. Comme la gestion active a pour conséquence la modification régulière des composantes du portefeuille, un tel gestionnaire se verra pénalisé par l'utilisation d'une mesure de performance inadaptée à sa situation (13).

Enfin, signalons que, lorsque les portefeuilles contiennent des actifs comprenant des clauses optionnelles (14) qui ont des profils de revenus fortement asymétriques, les hypothèses de l'approche moyenne-variance sur lesquelles reposent les mesures traditionnelles ne sont pas vérifiées. De nouvelles mesures adaptées à l'évaluation de ces titres restent à développer.

Poursuivre la recherche

Le rang d'un fonds dans un classement des performances établi sur la seule base de la rentabilité réalisée ne permet pas, à lui seul, d'inférer la qualité de la gestion du fonds. Les résultats observés s'expliquent le plus souvent par le niveau de risque pris par le gestionnaire et le mouvement de marché. Un gestionnaire habile doit engendrer une rentabilité supérieure à ce que le risque du portefeuille exige. Malgré les critiques développées ci-dessus, les mesures traditionnelles fournissent une première approche permettant d'apprécier le risque pris par le gestionnaire et la valeur de la gestion. L'effort de recherche dans ce domaine doit être poursuivi afin de développer de nouvelles mesures de performance encore plus adéquates. ●

Résumé

L'augmentation importante du nombre de fonds d'investissement disponibles sur le marché a engendré une demande d'outils d'information et de mesure de performance. En guise de réponse, des établissements spécialisés publient régulièrement des classements de performance. Le rang d'un fonds dans un classement établi sur la seule base de la rentabilité réalisée ne permet cependant pas d'inférer la qualité de la gestion. Les résultats observés s'expliquent le plus souvent par le niveau de risque pris et le mouvement du marché. Pour déterminer l'habileté réelle du gestionnaire, il faut donc ajuster sa performance au risque pris. Cet article fait le point sur les mesures de performance ajustées pour le risque couramment utilisées aujourd'hui.

(1) Source : Banque de France.

(2) Il ne faut pas non plus ignorer les contraintes qui peuvent avoir été imposées à un gestionnaire mais pas à ses concurrents. Il serait injuste de comparer la rentabilité réalisée par un gestionnaire devant satisfaire, par exemple, des quotas sur les classes d'actifs dans lesquelles il peut investir avec celle d'un autre gestionnaire qui ne subit pas les mêmes contraintes.

(3) Ces concepts sont développés dans B. Dumas et B. Allaz, « Les Titres financiers : équilibre du marché et méthodes d'évaluation », Presses Universitaires de France, 1995, Paris.

(4) La mesure de performance que l'on réaliserait à partir d'une seule observation n'aurait aucun sens, cette observation unique étant le fruit du hasard.

(5) Les estimations obtenues peuvent varier considérablement avec la fréquence d'observation des rentabilités retenue pour la régression. En effet, selon qu'on utilise des données journalières, hebdomadaires ou mensuelles, les valeurs des coefficients alpha et bêta varieront. Voir à ce sujet H. Levy, « Portfolio Performance and the Investment Horizon », « Management Science », 1972, B-645 - B-653.

(6) Ce point est illustré dans R. A. Haugen, « Modern Investment Theory », Fourth Edition, Prentice-Hall International, Inc. (1997), chap. 11.

(7) Cela suggère qu'il peut exister plusieurs dimensions à la performance et, par conséquent, que des mesures unidimensionnelles sont peu appropriées pour mesurer correctement la performance de gestion.

(8) « Ambiguity When Performance is Measured By the Securities Market Line », « The Journal of Finance », 1978, pp. 1051-1069 et « A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests ». Part I : « On Past and Potential Testability of the Theory », « Journal of Financial Economics », 1977, pp. 129-176.

(9) Un portefeuille est dit efficient s'il offre la rentabilité maximale atteignable possible pour un niveau d'écart-type de la rentabilité donné. Les portefeuilles qui ne satisfont pas ce critère sont dits inefficients.

(10) Voir B. N. Lehmann et D. M. Modest, « Mutual Fund Performance Evaluation : A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons », « The Journal of Finance », 1987, 233-265.

(11) Le ratio de Sharpe n'échappe pas à cette critique même s'il ne repose pas sur la droite de marché. En effet, dès lors que l'on compare le ratio de Sharpe d'un ou de plusieurs portefeuilles à celui d'un portefeuille de référence, les problèmes liés au choix du benchmark réapparaissent.

(12) Pour une application de l'APT à la mesure de performance, voir G. Connor et R. A. Korajczyk, « Performance Measurement with the Arbitrage Pricing Theory. A New Framework for Analysis », « Journal of Financial Economics », 1986, 373-394.

(13) Cela suggère que les mêmes mesures de performance ne devraient être appliquées aux portefeuilles gérés selon l'approche active et à ceux gérés selon l'approche passive.

(14) Par exemple, les obligations convertibles.

La théorie de la marche aléatoire en question

La validité de la théorie de la marche aléatoire est désormais remise en question, des études montrant que les taux de rendement hebdomadaires sont, dans une certaine mesure, prévisibles pour les actions cotées aux Etats-Unis.

CRAIG MACKINLAY ET ANDREW W. LO

Un investisseur qui aurait placé 1 dollar dans des bons du Trésor américains à un mois − l'un des placements les moins risqués au monde − en janvier 1926 et qui aurait utilisé le prix de remboursement pour acquérir de nouveaux bons et ainsi de suite, mois par mois, jusqu'en décembre 1996, disposerait à cette date d'un portefeuille d'une valeur de 14 dollars.

Supposons, en revanche, que, au lieu d'acquérir des bons du Trésor, l'investisseur ait placé son dollar dans l'indice S&P 500 et continué à investir le produit de son placement dans ce portefeuille diversifié mois par mois sur cette même période : au 31 décembre 1996, il posséderait un portefeuille d'une valeur de 1.370 dollars, soit près de 100 fois plus.

Enfin, imaginons que, chaque mois, un investisseur ait pu deviner lequel de ces deux placements générerait le taux de rendement le plus élevé au cours du mois en question et qu'il ait utilisé ce don de divination pour passer d'un support à l'autre afin de faire fructifier au mieux son placement.

A combien s'élèverait le portefeuille de l'investisseur « devin » après 71 ans ? La réponse − 2.303.981.824 dollars (vous avez bien lu, plus de 2 milliards de dollars) − a de quoi surprendre même les gestionnaires de portefeuille les plus expérimentés.

Les investisseurs bénéficiant d'un tel don sont extrêmement rares, mais, heureusement, même en étant moins versé dans les arts divinatoires, il est possible de très bien faire fructifier son argent. Entre ces deux extrêmes, 2.303.981.824 dollars et 1.370 dollars, il y a de la place pour l'investisseur averti.

Dans le monde entier, les investisseurs s'interrogent sur la possibilité de prédire certains éléments influant sur le cours des actions. Dans cet article, nous présentons les récents constats sur ce sujet, qui tendent à démontrer que la célèbre théorie de la marche aléatoire − selon laquelle les cours boursiers constituent l'exemple parfait d'un comportement totalement imprévisible − n'est pas valable pour les actions cotées aux Etats-Unis.

Cette hypothèse remonte au XVIe siècle, mais les méthodes statistiques modernes et le développement d'ordinateurs très puissants ont permis d'étudier ce modèle sous un autre angle. Nous présentons notamment certaines conclusions empiriques relatives aux indices boursiers américains qui permettent d'affirmer qu'il est possible de prédire avec précision l'évolution des marchés boursiers à court terme.

Un véritable défi

Peut-être en raison de l'analogie apparente (et quelque peu trompeuse) entre les activités de placement et les jeux du hasard, les modèles mathématiques portant sur le prix des actifs financiers existent depuis très longtemps ; ils sont même antérieurs à la grande majorité des autres éléments de l'analyse économique.

Le grand nombre de mathématiciens et de scientifiques renommés qui ont mis leurs compétences au service de la prévision des cours des titres et des matières premières témoigne de la fascination exercée par cette question dont la résolution constitue un véritable défi. En effet, la théorie financière moderne trouve ses origines dans les premières tentatives de « battre le marché », un défi qui continue à susciter beaucoup d'intérêt. Cette question a non seulement fait couler beaucoup d'encre, mais également animé de nombreuses conférences et dîners mondains.

La théorie de la marche aléatoire, qui pose le principe de l'impossibilité de prédire l'évolution future des cours à partir des comportements historiques, constitue sans doute la première étude rationnelle de l'évolution des cours. Ainsi, selon cette théorie, le fait que la performance du titre ABC au cours du mois dernier ait été médiocre ne signifie pas qu'elle sera mauvaise pendant le mois en cours ou tout autre mois à venir.

A cet égard, l'hypothèse peut être comparée au jeu de pile ou face. Ce n'est pas parce que celui qui a choisi « face » gagne la première fois, voire cinq fois de suite, qu'il gagnera la fois suivante. En bref, le taux de rendement historique n'est pas un indicateur du rendement futur.

Développée à l'origine à partir de considérations économiques rudimentaires fondées sur le principe du jeu équitable, la théorie de la marche aléatoire a été validée par les conclusions empiriques des premières études réalisées au cours des années 60 et 70. En effet, ces études, dont la plupart étaient basées sur une analyse des taux de rendement quotidiens ou mensuels d'un échantillon de titres, ont confirmé le caractère imprévisible des taux de rendement.

Toutefois, certaines études que nous avons réalisées récemment remettent fortement en question ces conclusions. C'est ainsi qu'une comparaison statistique de la volatilité sur plusieurs durées de placement différentes appliquée aux taux de rendement hebdomadaires d'un portefeuille de titres sur la période de 1962 à 1994 permet de conclure à l'invalidité de la théorie de la marche aléatoire, et ce avec un résultat statistique très élevé (supérieur à 99,9 %).

En effet, les taux de rendement hebdomadaires d'un portefeuille investi à parts égales, en termes de valeur, dans chacun des titres négociés sur le New York Stock Exchange et l'American Stock Exchange (« un portefeuille à pondération égale ») sont très étroitement corrélés d'une semaine à l'autre, avec un « coefficient d'auto-corrélation » de 20 %. Le coefficient de corrélation est un indice d'association se situant dans la fourchette − 100 % à 100 %, où − 100 % correspond à une corrélation négative parfaite, 100 % à une corrélation positive parfaite et 0 à une corrélation nulle.

Un coefficient d'auto-corrélation de 20 % signifie, a priori, qu'environ 4 % de la variance du taux de rendement de la semaine à venir s'explique par le taux de rendement de la semaine en cours. Un portefeuille à pondération égale composé uniquement de « petites » capitalisations boursières (titres figurant dans les derniers 20 %) affiche un coefficient de corrélation de 35 % sur la période de 1962 à 1994. Cela signifie, a priori, qu'environ 10 % de la variance du taux de rendement de la semaine à venir s'explique par le taux de rendement de la semaine en cours. Des chiffres de l'ordre de 4 % ou de 10 % peuvent sembler peu élevés, mais, sachant qu'un niveau de prévisibilité de 100 % permettrait d'obtenir un taux de rendement astronomique − comme nous l'avons vu plus haut −, les rendements obtenus avec des taux de prévisibilité nettement inférieurs peuvent tout de même être très intéressants.

Ces conclusions peuvent surprendre beaucoup d'économistes, parce que la remise en cause de la théorie de la marche aléatoire signifie, a priori, que l'évolution des cours est dans une certaine mesure prévisible. Il convient de rappeler, cependant, que les prévisions d'évolution des cours étant également soumises à des fluctuations au hasard, ce n'est pas parce que de telles prévisions sont possibles que des bénéfices pourront automatiquement être réalisés sans prendre de risque.

Néanmoins, les économistes ne parviennent toujours pas à expliquer de façon totalement satisfaisante pourquoi les taux de rendement hebdomadaires ne correspondent pas aux résultats d'un « jeu équitable ».

Deux autres éléments rendent ce casse-tête encore plus difficile à résoudre. D'une part, les taux de rendement hebdomadaires d'un portefeuille font état d'une corrélation positive importante, tandis que ceux de chacun des titres composant le portefeuille n'ont pas cette caractéristique. Au contraire, la corrélation moyenne − calculée en retenant la corrélation de chaque titre du portefeuille − est très légèrement négative.

D'autre part, le caractère prévisible des taux de rendement hebdomadaires dépend, dans une assez large mesure, de la durée de détention : la corrélation est fortement positive en ce qui concerne les taux de rendement quotidiens et hebdomadaires, mais pratiquement nulle pour les rendements sur des périodes d'un mois, d'un trimestre ou d'un an.

Puisque l'auto-corrélation des taux de rendement d'un portefeuille correspond à la somme pondérée des auto-corrélations des titres qui le composent et de leurs « auto-corrélations croisées » (par exemple, à la corrélation entre le taux de rendement du titre A pour la semaine en cours et celui du titre B pour la semaine à venir), nous estimons que les auto-corrélations croisées permettent d'expliquer que le taux de rendement du portefeuille est prévisible, alors que celui des titres individuels ne l'est pas.

Profits « à contre-courant »

Nous avons notamment constaté que ces auto-corrélations croisées sont fortement positives et que les taux de rendement des plus fortes capitalisations boursières ont tendance à « tirer » ceux des capitalisations plus petites. Ainsi, en examinant les taux de rendement des plus fortes capitalisations pour la semaine en cours, il est possible de prédire ceux des capitalisations plus petites pour la semaine à venir, mais pas l'inverse.

Puisque la corrélation des taux de rendement hebdomadaires des titres individuels est, en moyenne, légèrement négative, on peut conclure que la corrélation positive des taux de rendement hebdomadaires d'un portefeuille est entièrement imputable à cet effet d'entraînement.

Cet effet d'entraînement est également une source importante de la rentabilité apparente des stratégies de placement à contre-courant, à savoir les stratégies selon lesquelles on achète des titres « perdants » et on vend des titres « gagnants ». Par exemple, supposons que seuls deux titres − A et B − sont cotés en Bourse et qu'il n'y a pas de corrélation entre leurs taux de rendement respectifs mais qu'ils affichent une auto-corrélation croisée fortement positive. Selon cette hypothèse, si le taux de rendement du titre A pour la semaine en cours est supérieur à celui du marché (ce dernier correspondant, dans notre exemple, à la moyenne des taux de rendement des titres A et B), l'investisseur qui suit une stratégie à contre-courant vendra le titre A et achètera le titre B. Cependant, si l'auto-corrélation croisée entre les titres A et B est positive, le fait que le titre A affiche un taux de rendement plus élevé pour la semaine en cours signifie que, la semaine prochaine, ce sera le titre B qui affichera la meilleure performance (en moyenne).

Ainsi, l'investisseur agissant à contre-courant réalisera un bénéfice (en moyenne) en achetant le titre B. Bien que le rendement historique du titre A ne permette pas de prévoir son propre rendement futur, il donne une indication sur celui du titre B. Les stratégies de placement à contre-courant tirent parti, fortuitement, de cette prévisibilité croisée.

Nos études démontrent que 50 % au moins des bénéfices attendus d'une stratégie spécifique à contre-courant résultent de l'effet d'entraînement. Les modèles économiques qui tentent d'expliquer l'auto-corrélation de 20 % dans les taux de rendement des portefeuilles doivent désormais en faire la démonstration en intégrant un mécanisme selon lequel les taux de rendement des petites capitalisations sont tirés par ceux des capitalisations plus importantes.

Il convient de noter, cependant, que l'analyse des données ne suffit pas pour déterminer la façon dont ces différences se manifestent dans le comportement des taux de rendement. Nous avons démontré que, lorsque la recherche de faits empiriques est motivée par la découverte d'autres faits empiriques dans les mêmes données, cela peut conduire à des conclusions anormales qui relèvent plus de l'apparence que de la réalité.

En outre, l'analyse de plus en plus poussée d'un ensemble de données conduit inévitablement à la découverte de nouvelles tendances qui sont a priori intéressantes, mais qui s'avèrent souvent trompeuses. Puisque les cours boursiers constituent, sans doute, les quantités économiques les plus étudiées à ce jour, les experts en économie financière doivent être particulièrement vigilants afin d'éviter que leurs conclusions ne

Craig MacKinlay

Craig MacKinlay occupe la chaire de finance Joseph P. Wargrove de la Wharton School de l'université de Pennsylvanie.

Andrew W. Lo

Andrew W. Lo occupe la chaire Harris & Harris Group de l'école Sloan du Massachusetts Institute of Technology. Il est également directeur du laboratoire d'ingénierie financière de l'institut.

soient faussées par un excès d'analyse. L'importance de la taille de la capitalisation boursière serait plus largement reconnue s'il existait un modèle d'équilibre économique dans lequel la corrélation entre la taille et le comportement des taux de rendement serait clairement articulée.

L'explication la plus simple du caractère apparemment prévisible des taux de rendement réside peut-être dans une erreur d'évaluation à laquelle les données financières sont particulièrement exposées, appelée « problème des transactions peu fréquentes » ou bien « problème des transactions asynchrones ».

Transactions asynchrones

L'erreur survient lorsque les cours affichés à des moments différents sont considérés comme s'ils avaient été relevés de façon simultanée. Par exemple, les cours quotidiens publiés dans la presse financière correspondent généralement aux cours de clôture, à savoir le cours auquel la dernière transaction sur le titre en question a été traitée à la fin de la journée précédente.

Si la dernière transaction sur le titre A a lieu à 14 heures et celle sur le titre B à 16 heures, le cours de clôture du titre B tiendra compte d'informations qui n'étaient pas encore disponibles lorsque le cours de clôture du titre A a été arrêté. Ce phénomène peut conduire à une prévisibilité trompeuse des taux de rendement, puisque les « chocs » touchant l'économie dans son ensemble auront un impact quasi immédiat sur le cours des titres pour lesquels les transactions sont les plus fréquentes, les cours des titres dont le marché est moins actif étant touchés avec un décalage.

Même lorsqu'il n'y a pas de relation de cause à effet entre les titres A et B, il semblera exister une auto-corrélation croisée entre les taux de rendement calculés uniquement parce que ces taux seront considérés à tort comme ayant été calculés simultanément.

Nous avons développé un modèle explicite de ce phénomène qui est capable de générer les effets d'entraînement déterminés en fonction de la taille des capitalisations boursières (puisque le marché pour les petites capitalisations est moins actif que celui des capitalisations plus importantes), ainsi que la corrélation positive des taux de rendement hebdomadaires des portefeuilles.

A l'aide de ce modèle, nous pouvons évaluer le niveau implicite de transactions asynchrones dans les statistiques observées telles que, par exemple, les moyennes, les variances et les auto-corrélations. En partant des taux de rendement hebdomadaires d'un portefeuille, le volume de transactions peu fréquentes nécessaire pour obtenir un taux d'auto-corrélation de 20 % est peu vraisemblable sur le plan empirique, puisque, en moyenne, plusieurs jours devraient se passer sans la moindre transaction. Ainsi, alors que les transactions asynchrones sont éventuellement à l'origine d'une partie de l'auto-corrélation observée, elles ne l'expliquent pas en totalité.

A l'inverse de l'auto-corrélation positive à court terme que nous avons observée, d'autres études couvrant la période de 1926 à 1994 mettent en évidence une corrélation en série négative des taux de rendement à long terme (sur des périodes de trois à cinq ans). Par exemple, le coefficient d'auto-corrélation des taux de rendement sur cinq ans d'un portefeuille à pondération égale investi sur cette période est de − 35 %.

Ce constat a conduit de nombreux experts à conclure que des éléments prévisibles à long terme font que les cours s'écartent temporairement de la moyenne des rendements, puis se rapprochent progressivement de celle-ci. Rappelons qu'une corrélation négative signifie l'existence d'une relation inverse, à savoir qu'un taux de rendement élevé sur cinq ans sera généralement suivi d'un taux de rendement plus faible sur les cinq années suivantes (en moyenne), et vice versa.

Certains autres experts sont, cependant, parvenus à des conclusions plus préoccupantes. En effet, ils estiment que les titres comportent moins de risques s'ils sont conservés à long terme et que tous les investisseurs, qu'ils soient jeunes ou moins jeunes, devraient donc placer une part plus importante de leur épargne sur le marché boursier. Pourtant, il existe de bonnes raisons de se méfier de telles conclusions, lorsqu'elles sont basées sur les taux de rendement à long terme.

Première raison : l'étroitesse de l'échantillon. Sur la période de 1926 à 1994, il n'existe que 13 périodes durant lesquelles les taux de rendement sur cinq ans ne se chevauchent pas et, bien que le chevauchement des taux de rendement permette de tirer quelques enseignements supplémentaires, ceux-ci ne sont guère intéressants, comme le démontre une analyse statistique pointue.

En effet, les coefficients d'auto-corrélation pour les taux de rendement sur cinq ans constituent, en règle générale, des mesures instables des corrélations réelles, notamment parce qu'ils subissent des distorsions importantes. En particulier, le coefficient d'auto-corrélation des taux de rendement sur cinq ans (− 35 %) est certes extrêmement élevé, mais, sur le plan statistique, les distorsions sont si importantes que l'on pourrait presque conclure à une absence d'auto-corrélation.

En outre, une légère modification du point de départ de la période couverte par l'étude, ou l'application d'une pondération fondée sur la valeur plutôt qu'une pondération égale, a pour effet de réduire de façon importante le coefficient d'auto-corrélation négatif, voire de le transformer en un coefficient positif. Ces constats remettent sérieusement en cause la valeur des coefficients d'auto-corrélation des taux de rendement à long terme comme outil d'allocation d'actifs ou pour élaborer des règles définissant la composition optimale des portefeuilles.

Bien entendu, il est possible que le manque de fiabilité des résultats empiriques traduise des faiblesses au niveau de nos outils statistiques. Après tout, des données couvrant une soixantaine d'années sont peut-être insuffisantes pour apprécier le comportement des rendements sur cinq ans, même si ces derniers sont, dans une certaine mesure, prévisibles.

Pour distinguer les effets réels à long terme des effets illusoires, une meilleure approche consiste à mettre au point un modèle plus précis des rendements à court terme et d'en évaluer les implications sur les taux de rendement à plus long terme. Cette approche est examinée ci-dessous.

Optimiser la prévisibilité

Dans le cadre de nos études récentes, nous avons mis au point une méthode d'optimisation systématique et explicite de la prévisibilité des taux de rendement des actifs. Cette méthode consiste à constituer un portefeuille d'actifs dont les rendements sont statistiquement les plus faciles à prédire.

Une telle optimisation explicite permet de mieux comprendre les résultats obtenus à l'aide de méthodes moins formalisées. Elle permet notamment d'aller beaucoup plus loin que le chercheur le plus assidu dans la recherche de facteurs de prévisibilité ayant un impact sur le comportement des portefeuilles. A ce titre, elle constitue un point de référence informel permettant d'apprécier les résultats obtenus à l'aide de diverses autres méthodes.

Par exemple, nous avons affirmé que, sur la période de 1926 à 1994, environ 4 % de la variation des taux de rendement hebdomadaires d'un portefeuille à pondération égale de titres cotés aux Etats-Unis s'expliquait par les taux de rendement de la semaine précédente. Ce pourcentage doit-il être considéré comme important ou, au contraire, faible ? La réponse à cette question varie selon que le coefficient de prévisibilité maximal des taux de rendement hebdomadaires est de 5 % ou de 75 %.

Enfin, l'optimisation de la prévisibilité permet surtout d'identifier des sources plus dispersées de persistance et de variation dans le temps des taux de rendement, liées à la pondération des actifs détenus dans le portefeuille offrant le meilleur niveau de prévisibilité, ainsi qu'à la sensibilité des pondérations à des facteurs de prévision spécifiques, tels que la production industrielle, le rendement des dividendes, etc.

Un exemple primaire de ce type de dispersion est l'effet d'entraînement des fortes capitalisations sur les capitalisations plus petites évoqué plus haut. Le cadre plus général que nous avons mis au point intègre l'effet d'entraînement parmi les cas spécifiques, mais la prévisibilité est déterminée de façon explicite comme étant fonction de l'évolution dans le temps des primes de risques économiques et non pas uniquement des taux de rendement historiques.

L'application de la procédure d'optimisation aux taux de rendement mensuels des actions et obligations sur la période de 1947 à 1994 permet de constater que le coefficient de prévisibilité peut être très nettement augmenté en procédant à une sélection des titres inclus dans le portefeuille et des durées de détention.

Par exemple, en retenant 11 portefeuilles sectoriels, 53 % de la variance des taux de rendement annuels du portefeuille offrant le meilleur coefficient de prévisibilité s'expliquent par des facteurs économiques courants.

Ce constat laisse à penser que des durées de prévision spécifiques devraient être retenues pour les divers secteurs et que des différences importantes existent quant à l'impact sur les cours des événements économiques, en fonction du secteur d'activité concerné.

Conséquences pratiques

Les conclusions de ces études récentes ont plusieurs conséquences pour les investisseurs privés et institutionnels.

Le fait que la théorie de la marche aléatoire n'est pas valable en ce qui concerne les taux de rendement récents des actions cotées aux Etats-Unis laisse à penser que l'évolution des cours est, dans une certaine mesure, prévisible. Une gestion rigoureuse et active d'un portefeuille peut donc permettre d'obtenir des taux de rendement supérieurs à la moyenne.

Ce type d'affirmation est contesté par les universitaires qui continuent de croire en la théorie de l'efficience des marchés, selon laquelle les cours tiennent compte de l'ensemble des informations disponibles et, en conséquence, la gestion active d'un portefeuille ne peut pas créer de la valeur ajoutée parce que les informations sur lesquelles une telle gestion serait fondée sont déjà reflétées dans le cours.

Cet argument fallacieux fait penser à l'une des blagues préférées des économistes. Un économiste qui se promène dans la rue avec un ami tombe sur un billet de 100 dollars traînant dans le caniveau. L'ami se penche pour le ramasser, mais l'économiste lui dit : *« Ne te fatigue pas, si c'était un vrai billet, quelqu'un l'aurait déjà ramassé. »*

Pour fournir un autre exemple − plus sérieux − visant à contrer cette illustration extrême de la théorie de l'efficience des marchés, appliquons-la à un marché non financier tel que celui des biotechnologies.

Prenons, par exemple, l'objectif de la mise au point d'un vaccin contre le sida. Si tous les intervenants du marché des biotechnologies disposaient des mêmes informations − c'est-à-dire si la théorie de l'efficience des marchés était applicable à ce secteur −, il serait nécessaire de conclure à l'impossibilité de la mise au point d'un tel vaccin puisque, si tel n'était pas le cas, le vaccin serait déjà sur le marché.

Bien entendu, cette présomption est ridicule parce qu'elle ne tient pas compte de la difficulté et du délai de gestation des travaux de recherche et de développement dans le domaine des biotechnologies. En outre, en supposant qu'un laboratoire pharmaceutique par-

Résumé

Un investisseur particulièrement clairvoyant qui aurait placé 1 dollar en 1926 posséderait aujourd'hui une fortune de plus de 2 milliards de dollars ! Heureusement, même les investisseurs ayant des dons de divination beaucoup moins développés ont la possibilité de très bien faire fructifier leur argent. Est-il possible de prévoir certains facteurs influant sur le cours des actions ? A partir de constats récents, les auteurs de cet article sont en mesure d'affirmer que la célèbre théorie de la marche aléatoire n'est pas valable pour les actions cotées aux Etats-Unis. D'après les conclusions empiriques de leurs travaux menés sur les indices boursiers américains avec l'aide des méthodes statistiques modernes et de la puissance de calcul de l'informatique, il serait possible de prévoir l'évolution des marchés boursiers à court terme avec une grande précision. Ces conclusions constituent un nouveau défi pour les universitaires et autres experts qui continuent de soutenir avec ferveur la théorie de l'efficience des marchés.

vienne à mettre au point un tel vaccin, les bénéfices générés par ce produit atteindraient plusieurs milliards de dollars. Ces sommes seraient-elles considérées comme des bénéfices « excédentaires » ou bien comme la valeur économique des « redevances » générées par le brevet correspondant ?

Les principes des marchés financiers ne sont pas différents de ceux des autres marchés. Ainsi, les bénéfices générés par la gestion active d'un portefeuille ne sont pas nécessairement le résultat du manque d'efficience du marché, puisqu'ils peuvent tout aussi bien représenter la rémunération d'une avancée dans le domaine de la technologie financière (à l'instar des « redevances » mentionnées ci-dessus).

Après tout, peu d'analystes considéreraient les bénéfices très importants réalisés par Amgen au cours de ces dernières années comme la preuve du manque d'efficience du marché pharmaceutique. Au contraire, ils savent pertinemment que les bonnes performances récentes d'Amgen sont liées à la mise au point de plusieurs médicaments nouveaux (tels qu'Epogen, un médicament qui stimule la production de globules rouges dans le sang), dont certains constituent des innovations importantes dans le domaine des biotechnologies.

De la même façon, dans un marché financier efficient, des innovations en matière de technologie financière peuvent générer des bénéfices considérables.

Bien entendu, le marché financier est généralement plus facile d'accès, de sorte que la concurrence est plus vive. En outre, la plupart des technologies financières ne peuvent pas être protégées par des brevets (bien que cette situation soit appelée à évoluer). Ainsi, la « demi-vie » de la rentabilité d'une innovation financière est nettement plus courte.

Compte tenu de ces caractéristiques, il est logique que les marchés financiers soient plus efficients que celui des biotechnologies, par exemple. Le marché secondaire des titres est nettement plus efficient que celui des voitures d'occasion. Cependant, il est tout aussi absurde de soutenir que l'efficience des marchés financiers doit être parfaite que d'affirmer que la mise au point d'un vaccin contre le sida est impossible. Dans un marché efficient, il est difficile mais pas impossible de gagner beaucoup d'argent.

Néanmoins, il convient d'être prudent lors de l'évaluation des performances des gestionnaires qui procèdent à une gestion active de leurs portefeuilles et qui affirment, tous, être capables d'obtenir des taux de rendement élevés à un coût très faible. D'une part, les stratégies de gestion active comportent souvent des risques nettement plus importants que les stratégies passives, et les avantages et inconvénients ne se compensent pas toujours dans le temps. Il est notamment nécessaire de tenir compte du niveau de risque accepté par l'investisseur lorsqu'il s'agit de choisir la stratégie de placement à long terme qui permettra au mieux d'atteindre les objectifs de l'investisseur.

Les limites des statistiques

D'autre part, les investisseurs sont démarchés par de nombreux gestionnaires proposant des stratégies de gestion active, mais il est évident qu'ils ne parviendront pas tous à surperformer le marché. D'ailleurs, les investisseurs ne devraient pas nécessairement attendre du gestionnaire de leur portefeuille qu'il obtienne systématiquement de tels résultats. Bien qu'elles soient souvent mesurées par rapport à un indice de référence, tel que le S&P 500, les stratégies de gestion active peuvent comporter des niveaux de risque très différents dont il est nécessaire de tenir compte lors de l'évaluation des performances.

Ainsi, la gestion active d'un portefeuille placé sur le marché du capital-risque devrait permettre de réaliser des performances supérieures à celles de l'indice S&P 500 et de façon plus régulière qu'une stratégie d'indexation optimisée, mais on ne peut pas dire pour autant que l'une est meilleure que l'autre.

Les performances historiques ne doivent pas constituer l'unique critère d'appréciation des performances des gestionnaires. Contrairement aux sciences expérimentales, telles que la physique et la chimie, la finance – comme toutes les sciences sociales – fait essentiellement appel aux conclusions statistiques pour valider les théories. En conséquence, nous n'avons jamais la certitude qu'une stratégie de placement donnée réussira à tous les coups parce que la chance joue un rôle important même dans les stratégies les plus performantes.

Les conclusions statistiques peuvent être d'une grande utilité, mais, en dernier lieu, la question porte non pas sur les statistiques, mais sur l'innovation économique et financière.

Or, par quels moyens les gestionnaires appliquant des stratégies de gestion active obtiendraient-ils des performances supérieures à la moyenne et pourquoi les gestionnaires concurrents n'ont-ils pas identifié ces opportunités ? Les performances supérieures trouvent-elles leur origine dans des modèles mathématiques plus efficaces des marchés financiers ? Résultent-elles de l'utilisation de méthodes statistiques plus précises pour identifier les opportunités se présentant sur le marché ? S'expliquent-elles par une meilleure disponibilité de l'information sur un marché où des retards minimes peuvent conduire à réaliser une perte au lieu d'un bénéfice ?

En cherchant à mieux comprendre les sources de la valeur ajoutée créée par les gestionnaires appliquant une stratégie de gestion active, au lieu de se pencher exclusivement sur les performances historiques, les chances de réaliser de façon régulière des taux de rendement supérieurs à ceux du marché se trouveront très nettement augmentées.●

Si les marchés se trompaient ?

Plusieurs études récentes viennent contredire les tenants de la théorie des marchés efficients. Les investisseurs semblent ne pas réagir correctement à l'information qu'ils reçoivent et commettent des erreurs qui sont alors exploitées par des tiers.

NICHOLAS BARBERIS

A chaque heure de la journée, les marchés financiers sont submergés de nouvelles informations. Une société peut annoncer par voie de communiqué des résultats bien meilleurs que prévu ou une importante acquisition. Les opérateurs et les investisseurs s'empressent d'ingérer l'information et de la répercuter sur le cours de Bourse.

Mais ne peuvent-ils pas se tromper ? Réagissent-ils vraiment correctement à l'information ?

Les résultats de récentes études semblent indiquer que les investisseurs commettent systématiquement des erreurs dans la façon dont ils traitent les informations qu'ils reçoivent et que ces erreurs peuvent être exploitées avec profit par d'autres. Ces découvertes sont en conflit direct avec la théorie des marchés efficients selon laquelle le cours de Bourse est « juste », et nul ne peut espérer « manger à l'œil » sur le marché.

En 1978, Michael Jensen, théoricien de la Harvard Business School, écrivait que *« la théorie de l'efficience des marchés était le seul pilier inébranlable de la finance »*. Vingt ans plus tard, en partie du fait des études que nous évoquions, cette question est à nouveau ouverte.

Surréaction à l'information

En 1985, un article signé Werner de Bondt, de l'université du Wisconsin, et Richard Thaler, de la Graduate Business School de l'université de Chicago, a provoqué beaucoup d'émoi. Les deux auteurs y démontraient que les marchés surréagissent à l'information.

De Bondt et Thaler ont établi que les actions présentant de faibles rendements sur une période de trois ans surperformaient ultérieurement considérablement les titres dont les rendements avaient été les plus élevés au cours de ces trois ans. Ainsi, un portefeuille composé des 35 valeurs les plus médiocres (le portefeuille des « poids morts ») accumulait un rendement de 25 % supérieur sur 36 mois au rendement d'un portefeuille constitué des valeurs les plus performantes (le portefeuille des « vedettes »).

Le phénomène de surréaction des marchés peut-il expliquer cet écart ?

Supposons qu'une société annonce de bonnes nouvelles au cours des trois années en question, telles qu'une succession de résultats systématiquement supérieurs aux prévisions. Il n'est pas impossible que les marchés surréagissent à ces annonces et soient victimes d'un excès d'optimisme sur les perspectives de la société, provoquant une embellie du cours. La valeur devient donc une candidate parfaite au portefeuille des « vedettes ».

Dans les mois suivants, les investisseurs commencent à se rendre compte que leur optimisme était infondé et appliquent alors une correction à la valeur. Cette révision peut expliquer la contre-performance du titre désormais admis dans la catégorie des « vedettes ». De la même manière, les titres faisant partie des « poids morts » sont peut-être uniquement des valeurs pour lesquelles les investisseurs ont péché par pessimisme. Dès lors que l'erreur est rectifiée, ces dernières renouent avec des rendements très élevés.

Des études récentes sont venues confirmer ce phénomène de surréaction des marchés. Les théoriciens ont examiné l'évolution de titres très prisés (c'est-à-dire bénéficiant de ratios cours/fondamentaux de la société très favorables) et ont démontré que ces valeurs étaient probablement surévaluées.

Supposons, par exemple, que l'on constitue un portefeuille composé de « valeurs de croissance », c'est-à-dire de titres bénéficiant d'un ratio cours/BPA très élevé, et un portefeuille composé de titres pour lesquels ce ratio serait très faible (« valeurs d'actifs »).

Sur une période de cinq ans minimum après la constitution du portefeuille, la rémunération des valeurs d'actifs est en moyenne supérieure de près de 8 % par an à celle des valeurs dites de croissance. Si l'on retient d'autres ratios d'analyse pour composer les portefeuilles, la différence peut même être plus importante. Des titres ayant un ratio cours/valeur comptable faible affichent ainsi un rendement moyen supérieur de plus de 10 % par an à celui de titres mieux appréciés selon ce critère.

Tout aussi fréquent, selon d'autres études, serait le phénomène de sous-réaction.

La sous-réaction, autre erreur

La plus remarquable des découvertes sur ce comportement est peut-être celle de Victor Bernard et de Jacob Thomas de l'université de Columbia, parue en 1989. Ces deux chercheurs ont classé les actions en fonction du degré de surprise créée lors des plus récentes annonces de résultats. Le degré de surprise était notamment mesuré par rapport aux attentes des analystes. Bernard et Thomas ont ensuite constitué deux portefeuilles, l'un entièrement composé de titres de sociétés porteuses de bonnes nouvelles et l'autre de titres de sociétés n'ayant annoncé que des mauvaises nouvelles. Dans les six mois qui suivirent, les deux chercheurs ont suivi ces deux portefeuilles. Quel ne fut leur étonnement de constater que le portefeuille « bonnes nouvelles » affichait un rendement moyen sur six mois supérieur de 6 % à celui des titres « mauvaises nouvelles ». Leur réaction était due au fait que le cours est censé intégrer immédiatement la bonne ou la mauvaise nouvelle annoncée. L'étude menée indique que cela n'est pas le cas et que les investisseurs ont tendance à sous-estimer, dans un premier temps, la portée d'une nouvelle information.

Ils obéissent alors à la logique suivante. Une société annonce des résultats nettement supérieurs aux prévisions. Les investisseurs considèrent cela comme une bonne nouvelle et révisent certes leurs évaluations à la hausse, mais, pour une raison inconnue, cette hausse reste limitée. Cette erreur n'est corrigée que progressivement. Dans les six mois qui suivent, le cours grimpe imperceptiblement vers le niveau qu'il aurait dû atteindre au moment où les résultats ont été annoncés. Un investisseur achetant le titre dès le jour de l'annonce pourrait tirer parti de cette hausse graduelle et bénéficier d'un rendement plus élevé.

Depuis la publication de cette étude, les chercheurs ont également mis en évidence un comportement similaire après la parution d'autres informa-

Nicholas Barberis

Nicholas Barberis enseigne la finance à la Graduate School of Business de l'université de Chicago. Ses travaux de recherche portent notamment sur l'allocation d'actifs et l'efficience des marchés.

tions financières, comme l'annonce d'un changement de politique de paiement du dividende ou du lancement d'opérations de rachat de titres. Ainsi, quand une société annonce qu'elle va diminuer le dividende versé, les marchés interprètent généralement ce changement de cap comme une mauvaise nouvelle et le cours baisse immédiatement. Des études récentes ont démontré que cette baisse n'était pas proportionnelle à la portée réelle de la nouvelle au moment de l'annonce et que le cours continue à décliner plusieurs mois d'affilée. Cette évolution signifie que les investisseurs sous-estiment la mauvaise nouvelle au moment de l'annonce et ne l'intègrent, dans toute sa portée, que progressivement dans le cours.

Un autre phénomène bien connu est l'effet d'« élan », étroitement lié à la sous-évaluation ou surévaluation des marchés. Ce comportement est lié à la conviction que les sociétés dont les performances ont été bonnes au cours de l'exercice écoulé continueront sur cette lancée l'exercice suivant et que celles dont les performances ont été médiocres ne redresseront pas la situation l'année suivante. L'une des explications de ce constat, c'est que les sociétés dont les résultats sont bons ont annoncé une bonne nouvelle que les investisseurs ont sous-estimée. Cette erreur de départ est graduellement corrigée au fil des mois, expliquant le glissement haussier progressif du cours.

Comme on peut le voir, les diverses études font apparaître des différences subtiles, chacune proposant une interprétation très convaincante sur la façon dont les investisseurs réagissent à l'information.

Rappelons de plus que, pour les sociétés dont les performances ont été médiocres au cours des trois derniers exercices, la tendance s'inverse au-delà de cette période et leurs rendements sont supérieurs. En revanche, celles dont les performances ont été médiocres la seule année précédente ne redressent pas la situation l'année suivante. En outre, il semble que si les investisseurs ont tendance à sous-réagir à l'annonce d'une nouvelle isolée ils surréagissent en revanche à l'annonce d'un ensemble d'informations convergeant toutes dans le même sens, c'est-à-dire toutes mauvaises ou toutes bonnes.

Pour les tenants de la théorie des marchés efficients, le constat précédent est déroutant, car il semble induire la possibilité de tirer de substantiels profits en jouant sur les erreurs des marchés, voire de réaliser de « bonnes affaires à l'œil », même en tenant compte des coûts de transaction.

Résoudre cette contradiction

Un investisseur qui aurait acheté des titres du portefeuille des « poids morts » de De Bondt/Thaler avant de les céder ou qui aurait pris des positions courtes dans le portefeuille des « vedettes » aurait réalisé de belles affaires au cours des 70 dernières années, à l'instar de l'investisseur qui aurait acheté des titres du portefeuille « bonnes nouvelles » et cédé ses titres « mauvaises nouvelles » ou acheté des valeurs d'actifs et cédé des valeurs de croissance. Si les marchés surréagissent ou sous-réagissent systématiquement à l'information, les possibilités d'exploiter leurs erreurs sont indéniables.

A cette contradiction, les zélateurs de la théorie des marchés efficients objectent principalement que les marchés ne sont pas dans l'erreur, mais que l'écart de rendement reflète seulement la différence de risque lié à tout placement.

La prime de marché sur les actions ne les surprend donc pas, du fait du risque plus élevé inhérent à ce type de valeur : pour accepter d'assumer ce risque, l'investisseur doit en quelque sorte être indemnisé − ce raisonnement explique également la meilleure rentabilité du portefeuille des « poids morts » sur le portefeuille des « vedettes ».

Cette argumentation, pour rationnelle qu'elle soit à première vue, ne résiste pourtant pas à une analyse plus poussée. Prenons par exemple les portefeuilles « vedettes » et « poids morts » de De Bondt et Thaler. Il est indéniable que, historiquement, la rentabilité moyenne du portefeuille des « poids morts » a été nettement plus forte. Qui voudrait démontrer que cette prime est la contrepartie d'un risque supérieur chercherait à mettre en évidence que le rendement des « poids morts », certes en moyenne plus élevé, est également beaucoup plus volatil et parfois bien plus mauvais que celui des « vedettes ».

Pour ce faire, il serait également possible de calculer un autre paramètre, le « bêta » de l'investissement. Le bêta mesure l'évolution de la rentabilité d'un investissement par rapport aux variations globales du marché. Les investissements présentant un bêta élevé sont jugés plus risqués, car ils offrent de médiocres possibilités de diversification.

Malgré tout, la théorie risque/rendement ne suffit pas à tout expliquer. Certes, les titres « poids morts » sont plus risqués que les titres « vedettes », leurs rendements sont plus volatils, leurs performances sont parfois pires que celles des « vedettes » et ils présentent des bêta plus élevés. Toutefois, le niveau de risque ne suffit pas, loin s'en faut, à justifier la prime.

La conclusion est la même pour l'ensemble des autres stratégies d'investissement. De même, les actions « bonnes nouvelles » sont un peu plus risquées que les actions « mauvaises nouvelles » selon les paramètres retenus, mais cela ne suffit pas à expliquer le différentiel de rendement moyen. Ce constat ne signifie pas, pour autant, la victoire sans appel de ceux qui prétendent que les marchés sont dans l'erreur.

A ces derniers, il est en effet possible d'opposer par exemple que le risque n'a pas été correctement évalué. Dans une série d'articles récents qui a fait grand bruit, Eugene Fama, de l'université de Chicago, et Kenneth French, de Yale, ont démontré que les valeurs d'actifs pouvaient être soumises à d'importants facteurs de risque non pris en compte dans des modes d'évaluation plutôt simples comme le bêta. Ces facteurs négligés expliqueraient leur rendement plus élevé.

Le débat fait rage cependant sur l'importance des facteurs de risque mis en évidence par Fama et French. Aucun consensus n'a pu être trouvé au sein de la communauté des économistes sur la meilleure façon d'appréhender le fonctionnement du couple risque/rendement, thème qui continue de passionner les chercheurs.

Pour contre-attaquer, les tenants des marchés efficients ont beau jeu de demander pourquoi les effets de ces erreurs n'ont pas disparu. Si les marchés se trompent effectivement, pourquoi ce filon n'a-t-il pas été pleinement exploité, et épuisé, par quelques investisseurs astucieux ? Pourquoi, par exemple, les investisseurs ne se sont-ils pas rués pour acheter des valeurs d'actifs et vendre les valeurs de croissance ?

Il existe un certain nombre de réponses.

D'une part, il est possible que les investisseurs potentiels n'aient pris conscience de ces opportunités que récemment. Il est vrai que les valeurs d'actifs étaient considérées comme un bon investissement dès les années 30, mais la fiabilité statistique de ce fait n'a été avérée que récemment. D'autre part, les gestionnaires de fonds peuvent avoir du mal à justifier leurs achats de « poids morts » et de valeurs d'actifs dont les performances financières ont été médiocres et qui sont jugées plus susceptibles de mener à la banqueroute. Investir un portefeuille en valeurs de croissance ou en titres « vedettes » est un choix plus facile à légitimer.

Le « data mining » contesté

Une autre argumentation, avancée par les avocats de l'efficience des marchés, vise à contester la méthodologie utilisée, couramment appelée « data mining ». Ceux qui s'appuient sur cette thèse font valoir que d'innombrables investisseurs pleins d'espoir ont consacré beaucoup de temps pour tenter de mettre au jour des stratégies dont la rentabilité est historiquement avérée.

La technique consiste à regrouper les titres dans des portefeuilles composés en fonction de certains paramètres, de la façon décrite plus haut, et à comparer les performances réciproques des portefeuilles ainsi constitués sur une période donnée.

Les limites de cette méthode, c'est que si l'on essaye assez de combinaisons on est presque certain, statistiquement, de tomber sur une stratégie de gestion produisant des rendements historiques plus élevés. Toutefois, rien ne permet de penser que cette stratégie d'investissement continuera à faire ses preuves, dans la mesure où la réussite de cette dernière peut n'être que le fruit du hasard le plus fallacieux.

Si cette critique ne manque pas de justesse, elle peut néanmoins être battue en brèche : il suffit de vérifier si ces différentes découvertes peuvent être reproduites en utilisant d'autres données. Or les faits ont résisté à ces vérifications croisées. De récents travaux de Fama et French ont démontré que les valeurs d'actifs surperformaient les valeurs de croissance sur de nombreux marchés.

Ni la thèse du couple risque/rendement ni la critique liée à la méthode du « data mining » n'ont réussi à ce jour à expliquer le succès de ces stratégies d'investissement. Pour autant, la preuve de l'inefficience des marchés est loin d'être établie. Pour ce faire, il ne faudrait pas seulement démontrer que les marchés surréagissent ou minimisent la portée d'une information, il faudrait également prouver que ce type de comportement propre aux investisseurs s'appuie sur certains ressorts profonds de la psychologie humaine.

Cette question a été abordée par des travaux de recherche explorant le champ nouveau de la finance comportementale.

L'approche comportementale

A titre d'exemple, voici comment il serait possible d'expliquer au moyen d'une approche psychologique pourquoi − et quand − les individus ont tendance à surréagir à l'information.

L'une des explications repose sur une réaction biaisée, bien connue des chercheurs sous le terme de « représentativité heuristique ». Ce phénomène global peut être interprété à un certain degré en expliquant que les individus perçoivent des motifs récurrents et une structure ordonnée même au milieu d'un ensemble de données complètement aléatoires.

Un exemple fameux provient d'une étude sur les séries de scores de la ligue de basket professionnelle américaine. L'une des questions souvent posées est la suivante : prenons deux joueurs de même niveau ; après trois tentatives, l'un a marqué trois paniers d'affilée, alors que l'autre les a manqués. La question est la suivante : lequel de ces deux joueurs sera le plus susceptible de marquer le prochain panier ? La plupart des gens choisissent le premier joueur, celui qui vient de marquer trois paniers d'affilée, en vertu de la fameuse « loi des séries ». Cette réponse se fonde sur le présupposé que sa chance va durer.

Ce qui est remarquable, c'est que, si l'on analyse dans les faits une série de scores, il s'avère que les joueurs ayant marqué plusieurs paniers d'affilée n'ont ni plus ni moins de chance que les autres de marquer les suivants. Cette étude a donc établi que les gens voient des tendances et des formules récurrentes là où il n'en existe pas.

Une argumentation similaire a été appliquée à la finance pour expliquer pourquoi les marchés surréagissent à plusieurs annonces consécutives de résultats positifs. En réalité, les variations de résultats des entreprises obéissent à une logique plutôt aléatoire. Malgré tout, les investisseurs assistant à une hausse continue des résultats trimestriels oublient que cette évolution ne saurait constituer une tendance et extrapolent les bonnes nouvelles à trop longue échéance. Cet excès d'optimisme induit une surévaluation de la valeur et des effets en conséquence.

Ce type de réactions biaisées dans le traitement de l'information par l'esprit humain peut également avoir pour effet une « minimisation » de la portée de nouveaux éléments d'information. « Excès de prudence » ou « excès d'optimisme », ces comportements se fondent sur le fait que les individus ont tendance à se raccrocher trop fortement à leurs convictions antérieures et mettent du temps à modifier leur opinion en fonction de nouveaux éléments d'information. La sous-réaction des marchés ne s'explique pas autrement. Les investisseurs peuvent avoir leur opinion sur les perspectives d'une société dont ils rechignent à se défaire en cas d'annonce étonnamment bonne concernant la même société. Même si le cours s'apprécie quelque peu, les investisseurs restent sceptiques et ne corrigent que progressivement leur opinion dans une juste proportion.

Pour de nombreux spécialistes, le lien entre finance et psychologie semble vraisemblable, même si une frange non négligeable de théoriciens continue à douter du bien-fondé d'une approche psychologique des marchés. Ces derniers accusent les tenants de la finance comportementale de partir à la pêche aux faits, passant au crible les traités de psychologie pour y puiser les arguments susceptibles d'étayer leur démonstration. Les modèles les plus convaincants à ce jour sont donc ceux qui s'appuient sur le nombre le plus réduit possible d'explications psychologiques.

Comment interpréter correctement les découvertes présentées ici ? Le débat est loin d'être clos. Les théoriciens de la finance comportementale cherchent à élaborer des modèles plus fiables et plus convaincants pour démontrer irréfutablement le lien entre comportement des marchés et psychologie humaine.

Sur un autre front, les tenants de la théorie des marchés efficients cherchent à mieux comprendre la corrélation risque/rendement dans l'espoir de corroborer définitivement leur thèse.

Ce que l'on peut dire en guise de conclusion, vingt ans après la célèbre affirmation de Michael Jensen, c'est que la théorie des marchés efficients est loin d'être le pilier inébranlable de la finance.●

Résumé

Les investisseurs réagissent-ils correctement à l'information ou commettent-ils systématiquement des erreurs qui peuvent dès lors être exploitées par des tiers pour leur plus grand profit ? De récentes recherches, très documentées, viennent battre en brèche la théorie de l'efficience des marchés. Des études ont ainsi démontré que les marchés surréagissent ou sous-réagissent à l'annonce d'une nouvelle information et que la performance des valeurs d'actifs est généralement supérieure à celle des valeurs de croissance. Les tenants de la théorie des marchés efficients sont à leur tour montés au créneau, objectant, d'une part, que le risque lié à la détention de valeurs d'actifs était plus important qu'on ne le pensait et, d'autre part, que, si les marchés se trompaient, des investisseurs astucieux ne manqueraient pas d'exploiter pleinement ce filon, ce qui n'est pas le cas. Si pour de nombreux spécialistes, le lien entre finance et psychologie semble vraisemblable, une frange non négligeable de théoriciens doute du bien-fondé d'une approche psychologique des marchés. Le débat reste ouvert.

Harold Rose

Harold Rose est professeur émérite, titulaire de la chaire Esmée Fairbain de finance à la London Business School. Il a été directeur de l'Institute of Finance de la London Business School et consultant en économie au sein de la Barclays Bank.

Le rôle clef des intermédiaires financiers

La réduction du risque et la réduction des coûts constituent les principaux avantages de l'intermédiation financière, qui, de ce fait, favorise l'épargne et l'investissement.

HAROLD ROSE

Jusqu'à la parution, en 1960, de « Money in a theory of finance » de John Gurley et Edward Shaw, les banques, compagnies d'assurances et autres institutions financières étaient considérées comme des entités parfaitement distinctes les unes des autres. Aujourd'hui, même si elles présentent encore un certain nombre de dissemblances, les institutions financières sont décrites par les théoriciens comme parties intégrantes d'une seule activité : l'intermédiation financière.

L'importance du rôle des institutions financières est étroitement liée aux avantages de l'intermédiation financière, toute évolution ou déclin de ces avantages, notamment dans le cas des banques, déterminant le regain ou la perte d'influence des premières.

Les intermédiaires financiers sont ainsi appelés parce qu'ils s'interposent entre les agents économiques en ajustant l'offre de capitaux à la demande. In fine, ces organismes assurent la transformation de ressources liquides (épargne familiale) en investissement à moyen et long terme par les entreprises.

Sont, entre autres, habilités à exercer cette fonction les banques, les sociétés d'assurances et les fonds de pension. Mais les capitaux circulent aussi entre les intermédiaires eux-mêmes et entre les entreprises (sous forme de crédit client). En outre, il existe des institutions financières, comme les « mutual funds », qui ne sont pas des intermédiaires tels que définis ci-dessus.

Trois questions se posent alors : quels sont les avantages de l'intermédiation sur le financement direct ? L'intermédiation financière donne-t-elle de bons résultats ? Quels changements dans les principes de base de l'intermédiation apportent un nouvel éclairage sur l'évolution de l'influence des différents types d'institutions sur l'économie ?

Principaux avantages

L'activité d'intermédiation peut naître ou se développer sur le passif ou l'actif d'un établissement financier. Ainsi, l'activité d'intermédiation des banques trouve son origine dans leur rôle d'établissement collecteur de dépôts à court terme (les comptes créditeurs de la clientèle sont comptabilisés au passif). Il en est de même pour les garanties des compagnies d'assurances. En revanche, les sociétés de crédit-bail, par exemple, ont assis leur développement sur leur actif. Quelle que soit leur origine, les intermédiaires financiers répondent à deux besoins : le principe de l'assurance et la réduction des coûts.

Ce principe est induit par la création de portefeuilles diversifiés de prêts ou autres, qui permettent aux institutions financières et à leurs créanciers de réduire le risque. En limitant l'influence des événements aléatoires, ce principe permet également aux créanciers − les dépositaires par exemple − d'évaluer les performances avec plus de précision.

C'est ce même principe, sous la forme d'une faible corrélation entre les retraits des particuliers ou assurés, qui permet aux banques de proposer des dépôts à vue et à une compagnie d'assurance-vie des possibilités de rachat du contrat. En fait, les institutions financières jouent sur la loi des grands nombres.

Le principal avantage de l'intermédiation financière par rapport au financement « direct » réside peut-être, comme pour la plupart des sociétés, dans les économies d'échelle, la standardisation ou la spécialisation.

En effet, les intermédiaires financiers réussissent à faire baisser les coûts en appliquant le principe de l'« agence matrimoniale ». Imaginons qu'il y ait 4 prêteurs potentiels d'un côté et 4 emprunteurs potentiels de l'autre. En théorie, nous avons alors 16 « couples » possibles. Mais si ces intervenants transitent tous par un seul intermédiaire, qui se contente de faire de l'allocation d'actifs, il lui suffira de 8 « couples ». Ainsi, avec 10 emprunteurs et 10 prêteurs, un intermédiaire n'a que 20 transactions à faire aboutir, au lieu des 100 transactions potentielles.

En d'autres termes, il a toujours n^2 relations possibles entre n couples, mais, grâce à l'intervention de l'intermédiaire, ce nombre peut être réduit à 2n. Donc, plus il y a de prêteurs et d'emprunteurs, plus les économies réalisées par les clients des intermédiaires sont importantes. C'est pourquoi les intermédiaires jouent un rôle capital en matière de réduction des coûts de recherche d'une contrepartie et d'enquête de solvabilité.

L'intermédiation financière permet également de supprimer les coûts induits par le suivi des emprunts, la gestion des défaillances et des saisies financières. Sans les banques et l'ensemble des acteurs de l'intermédiation, chacun d'entre nous devrait assurer le suivi des prêts auprès de chaque emprunteur et supporter individuellement les coûts de gestion de chaque défaut de paiement.

D'autres types d'institutions financières, comme les sociétés d'assurances, soulagent de façon similaire les investisseurs des coûts de transaction. C'est pourquoi certains économistes ont qualifié les intermédiaires financiers, et notamment les banques, de « surveillants délégués ».

Les intermédiaires financiers empêchent également les investisseurs de faire cavalier seul en choisissant de se décharger sur les autres investisseurs des coûts de gestion et de surveillance.

Enfin, les intermédiaires réduisent les coûts d'information, non seulement en livrant une interprétation toute prête de la qualité de crédit de l'emprunteur, mais aussi en ayant accès à des informations que l'emprunteur ou les détenteurs d'une assurance-vie ne souhaiteraient pas voir publier. Les banques disposent également de précieuses informations sur l'emprunteur puisqu'elles connaissent l'ensemble des opérations effectuées sur son compte.

Autant de raisons pour lesquelles, sur le marché américain par exemple, le cours des actions d'une société tend à s'envoler à l'annonce d'une augmentation des facilités de crédit accordée à cette société par une banque.

En réduisant les risques et les coûts, l'intermédiation financière favorise l'épargne et l'investissement. Mais le revers de la médaille réside peut-être dans une interdépendance financière accrue et dans la contamination de l'ensemble du système financier en cas de crise. En conséquence, la réglementation est devenue le corollaire de l'intermédiation financière.

L'intermédiation financière présente également l'avantage non négligeable de transformer des passifs en actifs. Ainsi, il devient possible pour une banque de rendre les dépôts collectés (inscrits au passif) plus liquides, moins risqués et, pour chaque compte, inférieurs aux prêts consentis. L'histoire de l'intermédiation est jalonnée de créations d'instruments financiers instaurant des services de paiement plus efficaces et moins chers, et offrant un plus large choix en termes de risque et de rythme de consommation.

Une pierre d'achoppement

La banque moderne a fait naître une controverse sur la politique monétaire, en particulier à la suite du développement d'instruments assortis d'intérêts et de facilités de retrait, comme les comptes courants rémunérés.

En conséquence, la frontière entre les liquidités non porteuses d'intérêts et les obligations, qui constituait la base de la théorie monétaire, s'estompe de plus en plus. Les théories monétaires d'après-guerre, qui ne marquaient pas une opposition aussi franche entre les deux instruments, mais reposaient néanmoins sur le principe d'une relation prévisible entre l'offre de monnaie et les besoins de financement pour établir un critère d'évaluation de la variable « quantité de monnaie », ne se sont pas montrées convaincantes dans certains pays.

En conséquence, les politiques monétaristes, qui consistent à fixer et respecter des objectifs de croissance de la masse monétaire, sont devenues difficiles à appliquer et ont donné naissance à de grands débats sur la pertinence des critères de mesure de la masse monétaire et sur l'interprétation du comportement de l'agrégat M2.

On ne peut qu'être d'accord avec le prédicat selon lequel l'inflation a toujours été, et est encore, un phénomène monétaire, mais dans une perspective de long terme. Or on a assisté à l'émergence de politiques dans lesquelles les taux à court terme (ou les taux de change) sont devenus l'arme anti-inflationniste. La quantification de la masse monétaire n'est plus qu'un critère parmi d'autres.

Il est fort probable que l'évolution permanente des instruments, des techniques de paiement et des institutions alimente encore cette démarche tentante. En outre, les divergences entre les systèmes financiers nationaux et les us et coutumes des différents pays en matière de détention monétaire devraient rendre plus ardue encore la tâche de la future Banque centrale européenne, si, comme cela semble probable, l'évolution des taux d'intérêt a des effets différents dans chaque pays. Ainsi, on rencontre davantage de prêts immobiliers à taux variable en Grande-Bretagne. Une modification des taux monétaires a donc toutes les chances de se répercuter plus vite sur l'économie britannique que dans les autres pays.

Conséquences sur la croissance

Il est généralement admis que l'intermédiation financière apporte de nombreux avantages d'un point de vue économique. Certains économistes et hommes politiques vont même plus loin en affirmant que les systèmes dans lesquels prévalent les banques sont davantage créateurs de croissance que les systèmes dans lesquels les ressources d'emprunt sont principalement issues du marché boursier. Sur ce point, l'Allemagne, la France et le Japon ont d'ailleurs été opposés aux Etats-Unis et à la Grande-Bretagne : il a été démontré que les systèmes dans lesquels banques et emprunteurs entretiennent une relation s'inscrivant dans la durée permettent à ces derniers d'investir à moyen ou long terme. En revanche, les entreprises britanniques et américaines, ayant recours à des marchés boursiers obnubilés par le court terme, sont contraintes de limiter leur horizon d'investissement.

Pour certains spécialistes, toutefois, cette opposition est discutable, car la pression exercée par les marchés en faveur du court terme reste à prouver. De plus, en réponse à l'intensification de la concurrence internationale, la plupart des pays déréglementent

L'Art de la Finance

Si vous souhaitez recevoir la collection complète de l'Art de la Finance (12 numéros par collection), merci de remplir le coupon ci-dessous, ou sa photocopie, et de le retourner, **accompagné impérativement de votre règlement par chèque à l'ordre des Echos, à l'adresse suivante** :

Les Echos - Service Abonnements, B 500, 60732 Sainte-Geneviève Cedex

Les numéros déjà parus vous seront envoyés à réception de votre **commande réglée.**
Ensuite vous recevrez vos numéros **chaque semaine**, et ce jusqu'au numéro 12.
Nombre total de collections demandées : ..... x 120 F TTC, soit .....
Je désire une facture acquittée ❒
NOM : ..... Prénom : .....
Adresse d'expédition : .....
.....
.....
Code postal : ..... Ville : .....
Téléphone : .....

- ATTENTION Date limite de commande : 26 juin 1998 -

leurs systèmes financiers, qui se rapprochent alors de plus en plus des marchés britannique et américain.

Les difficultés que rencontre actuellement le Japon sont l'exemple type de l'influence démesurée du système bancaire sur l'économie. Parallèlement, le rôle particulier des marchés financiers dans la promotion de l'innovation industrielle est illustré par le développement sans précédent des entreprises spécialisées dans les nouvelles technologies aux Etats-Unis. Les marchés boursiers ne servent pas uniquement à pourvoir des besoins de financement ; ils jouent également un rôle clef en matière de diffusion de l'information, une activité qui fait cruellement défaut aux systèmes « dominés » par les banques.

Un nouveau visage

Les origines des institutions financières remontent probablement aux bailleurs de fonds d'antan, dont l'activité était circonscrite au niveau local. Le développement économique a toujours été corrélé à celui de l'intermédiation, les actifs des intermédiaires progressant plus rapidement que les actifs physiques. Dans cette phase du développement de l'intermédiation, les banques tenaient très nettement le haut du pavé.

En Grande-Bretagne, il semble que le rapport du passif des intermédiaires sur le produit intérieur brut était en progression avant que la libéralisation des banques, la démutualisation des « building societies » dans les années 80 et la flambée du cours des actions détenues par les institutions dans les années 90 ne mettent un terme à cette évolution.

Depuis quelques années, dans bon nombre de pays industrialisés, la proportion de dépôts à vue dans le passif des intermédiaires s'est restreinte. De fait, ces 20 dernières années, l'évolution des pratiques sur les marchés des valeurs mobilières a fait baisser les coûts de transaction et donné naissance à de nouveaux instruments de réduction du risque. Associée au renforcement de la réglementation des sociétés, à une plus grande transparence comptable et au développement des agences de notation de créances, cette évolution a peu à peu grignoté l'activité de régulation du crédit jusque-là principalement dévolue aux banques, ne serait-ce que pour les emprunteurs cotés en Bourse.

La marge réalisée par les banques sur les taux d'intérêt servis par ces derniers a chuté aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne où les sociétés cherchant des sources de financement ont privilégié les marchés financiers, les euro-obligations et le marché des billets de trésorerie.

Les banques se sont alors rabattues sur les prêts aux particuliers, mais les autres institutions financières et de grands distributeurs ont également pénétré ce créneau. L'avènement des cartes de crédit, qui a chassé le spectre du solde débiteur, de la banque directe par téléphone et des comptes postaux, a limité le développement des agences bancaires. La croissance réelle des revenus et, dans certains pays, l'existence d'avantages fiscaux ont favorisé l'émergence des intermédiaires financiers non bancaires, comme les sociétés d'assurances et les fonds de pension.

En conséquence, si l'on considère la proportion des dépôts à vue dans le passif total des intermédiaires, les banques et institutions similaires ont perdu du terrain en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis (voir tableaux 1 et 2).

Reste à savoir si les banques commerciales nouvelle version, en marge de l'activité bancaire au sens strict, sont réellement perdantes en termes de part des revenus ou de valeur ajoutée dans une industrie des services financiers en pleine croissance. Elles conservent en tout cas une longueur d'avance en termes d'information grâce à une activité de prêt auprès des PME qui pourrait prendre de l'ampleur dans certains pays. Elles ont aussi réussi à pallier le recul de leurs encours sur les grandes entreprises par un certain nombre de services et de prêts aux particuliers, plus rentables.

Tableau 1

Part de marché des institutions financières aux Etats-Unis de 1860 à 1993

%	1860	1880	1890	1910	1929	1939	1948	1960	1970	1980	1993
Banques commerciales	71,4	60,6	62,9	64,5	53,7	51,2	55,9	38,2	37,9	34,8	25,4
Caisses d'épargne	17,8	22,8	18,2	14,8	14,0	13,6	12,3	19,7	20,4	21,4	9,4
Sociétés d'assurances	10,7	13,9	13,8	16,6	18,6	27,2	24,3	23,8	18,9	16,1	17,4
Sociétés de gestion	NC	NC	NC	NC	2,4	1,9	1,3	2,9	3,5	3,6	14,9
Fonds de pension	NC	NC	0,0	0,0	0,7	2,1	3,1	9,7	13,0	17,4	24,4
Sociétés financières	NC	0,0	0,0	0,0	2,0	2,2	2,0	4,6	4,8	5,1	4,7
Sociétés de Bourse	0,0	0,0	3,8	3,0	8,1	1,5	1,0	1,1	1,2	1,1	3,3
Sociétés de crédit immobilier	0,0	2,7	1,3	1,2	0,6	0,3	0,1	NC	NC	0,4	0,2
Fonds d'investissement immobilier	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC	0,0	0,3	0,1	0,1
Total (en %)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : « Is banking a declining industry ? A historical perspective », George G. Kaufman et Larry R. Mote (Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, mai-juin 1994).

Tableau 2

Les intermédiaires en Grande-Bretagne de 1913 à 1995

	1913	1930	1939	1950	1960	1970	1980	1990	1995
Banques	64	60	55	65	40	30	31	33	28
« Building societies » (mutuelles de crédit immobilier et d'épargne)	4	8	12	9	12	18	22	17	11
Sociétés d'assurances	32	31	32	26	30	28	23	23	30
Fonds de pension	NC	NC	NC	NC	14	16	18	25	27
Trusts d'investissement	NC	NC	NC	NC	NC	7	4	3	3
Sociétés financières	NC	NC	NC	NC	NC	1	1	1	1
Total (en % du PIB)	71	99	109	112	106	131	129	251	310

Sources : Divers, statistiques financières à partir de 1960

NB : Les chiffres sont approximatifs, car, selon les époques, les définitions ont évolué et des modifications sont intervenues. Par exemple, pour les banques et les building societies, les chiffres indiqués correspondent à des postes du passif (en livres sterling seulement à partir de 1970 pour les banques), alors que, pour les sociétés d'assurances et les fonds de pension, il s'agit d'actifs. Les chiffres pour les banques à partir de 1990 s'entendent anciennes building societies comprises.

Les frontières s'estompent

Il apparaît clairement que les frontières entre les différents types d'institutions financières s'estompent progressivement. Déréglementation et décloisonnement des activités deviennent monnaie courante dans de nombreux pays de sensibilité politique différente, ce qui nous incite à penser que les origines de ce mouvement sont profondément ancrées dans les réalités économiques, au premier rang desquelles figure la concurrence accrue née de l'internationalisation de la finance, du développement des technologies de l'information et des moyens de paiement électroniques.

Aujourd'hui, nous nous trouvons donc dans une situation où les banques offrent des produits d'assurances, les distributeurs des produits d'investissement, et les sociétés d'assurances, les distributeurs et, notamment aux Etats-Unis, les « mutual funds » des services bancaires et autres services financiers.

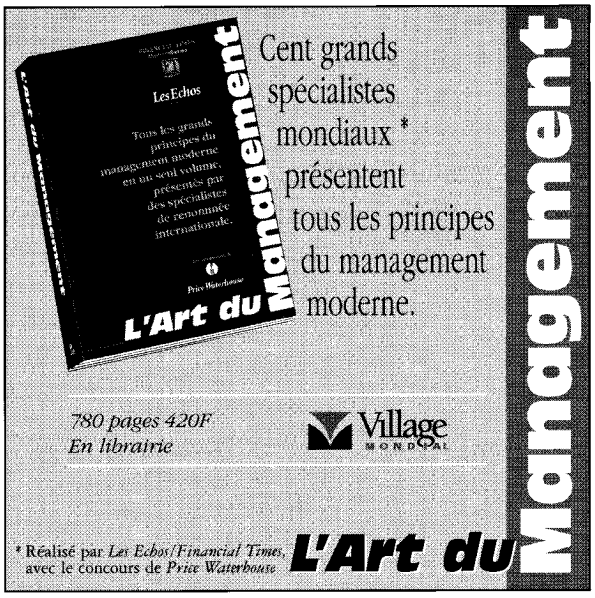
Le choix des banques de se tourner vers l'« investment banking », quelle que soit l'échelle, dépendra davantage de la rentabilité perçue que d'un principe structurel. Les banques les plus rentables sont généralement celles qui ont choisi de ne pas s'impliquer massivement dans cette activité. Parallèlement, les maisons de titres et autres institutions financières n'ont pas les moyens ni même la volonté de devenir des banques de réseau, car celles-ci ont toujours la mainmise sur les systèmes de paiement, et leurs agences, bien que moins nombreuses qu'à une certaine époque, occupent le marché sans partage.

Mais même les banques de réseau ont ajouté à leur palette de services traditionnels les transactions financières pour leurs entreprises clientes. Alors que l'heure de la retraite va sonner pour tous les enfants du baby-boom, les systèmes de retraite financés en partie par l'Etat seront progressivement remplacés par des plans de retraite par capitalisation proposés par des institutions financières, qui feront la part belle aux marchés financiers.

En réduisant les coûts de transaction, la technologie devrait influer sur un nombre croissant de transactions dans le monde. De l'avis général, il devrait en découler que les frontières entre intermédiaires financiers et entre ceux-ci et les intervenants non financiers s'estomperont de plus en plus. Toutefois, la technologie n'est pas le seul élément déterminant dans l'analyse des avantages des sociétés spécialisées sur des conglomérats. En tout état de cause, à l'extérieur du monde de la finance, la balance semble de nouveau pencher en faveur de la spécialisation. ●

Résumé

L'auteur de cet article étudie l'évolution du rôle des intermédiaires financiers, ces banques, sociétés d'assurances et fonds de pension qui s'interposent entre un prêteur et un emprunteur. Pour les agents économiques, l'intermédiation financière offre deux avantages non négligeables : réduction du risque induit par la création de portefeuilles diversifiés de prêts ou autres, et économie en termes d'enquête de solvabilité et de gestion des coûts. L'intermédiation financière influe également sur la macroéconomie. Elle est en effet à l'origine de la réglementation destinée à limiter les répercussions des crises financières qu'elle a déclenchées, et du développement de systèmes de paiement plus efficaces. En outre, elle rend la politique monétaire plus difficile à maîtriser. L'auteur conclut en analysant l'évolution des principes de base du métier, à la faveur de l'érosion des frontières entre les différents types d'intermédiation financière et de la montée en puissance des établissements non financiers.



Carte Corporate American Express

Prêt à consacrer du temps à l'essentiel ?

« Nous passions trop de temps à essayer de maîtriser nos frais professionnels, et trop peu sur les aspects stratégiques de notre métier. »

« Faire bénéficier nos collaborateurs de la Carte Corporate American Express nous a permis de nous recentrer sur notre activité. D'une part, la Carte Corporate American Express couvre toutes les dépenses professionnelles, partout dans le monde et intègre tout un éventail d'assurances et de services. D'autre part, ces dépenses sont présentées sous une forme qui simplifie leur contrôle, ce qui nous fait gagner beaucoup de temps. Enfin, la Carte Corporate American Express nous permet de consolider toutes nos informations de dépenses et donne à chacun les moyens d'être beaucoup plus productif.* »

Pour découvrir comment nos produits et services peuvent simplifier la gestion de vos frais professionnels, vous avez la clé :

appelez dès aujourd'hui le 01 47 77 78 74.

*Témoignages recueillis auprès de clients American Express Corporate Services.

Art Conn Communication - American Express Carte - France

AMERICAN EXPRESS Corporate Services

Maîtriser ses frais professionnels pour les réduire.