

SÉRIE PERSPECTIVES (7/7)*

«Rien ne sert de dépenser tant d'énergie, personne ne peut battre le marché»

Pour William Sharpe, prix Nobel en économie en 1990, les investisseurs misant sur une gestion passive sortiront gagnants du ralentissement économique.

PROPOS RECUEILLIS PAR
SYLVAIN FROCHAUX
À LAUSANNE

La prudence avant tout. Véritable précurseur de la finance moderne et prix Nobel en économie en 1990, William Sharpe surprend par son scepticisme. Il traite de «naïfs» les établissements ayant profité de prêts à haut rendement sans s'être protégés face au risque sous-jacent. «Beaucoup de gens ne réfléchissent pas attentivement à la manière dont l'information est reflétée dans le prix des actifs», juge le chercheur qui a développé le modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM) et la mesure de référence du risque (ratio de Sharpe). Entretien.

Vous êtes l'un des pionniers de la finance moderne, et votre recherche a en outre bouleversé l'approche de la valorisation du risque. Il vous est pourtant difficile de prédire l'évolution du prix des actifs, alors que des milliers d'analystes en font leur métier...

William Sharpe: Il est pour ainsi dire impossible de prédire l'évolution des actifs. Prenons pour exemple une action ou une obligation, dont le volume quotidien de transactions est substantiel. Le prix d'un tel actif représente le consensus des opinions émises par un nombre élevé d'individus qui estiment la valeur actualisée des incertitudes liés aux cash-flows futurs de ce même titre. Alors que de nombreuses personnes auront des informations pertinentes mais différentes en rapport avec cette valorisation et que certaines d'entre elles traiteront leur renseignement de façon plus efficiente que d'autres, le prix de l'actif incorporera toujours toute l'information que les individus possèdent. Et cela d'une manière relativement efficiente. Dès lors que des nou-

velles informations deviennent publiques, le prix peut changer fortement, mais il est difficile de déterminer à l'avance si de tels changements seront plutôt positifs ou négatifs.

Comment expliquez-vous toutefois qu'autant de personnes dépensent tant d'énergie chaque jour à essayer de battre le marché?

Tant qu'il y a de la vie, il y a de l'espoir et beaucoup de gens ne réfléchissent pas attentivement à la manière dont l'information est reflétée dans le prix des actifs.

Devrions-nous alors confier notre argent à des gestionnaires de fonds ETF (exchange traded funds), aller jouer au golf et arrêter de lire la presse financière? Peut-être. Du moins aussi longtemps qu'il y aura assez de personnes qui essaieront d'identifier les titres sous-ou survalorisés et qui exploiteront leur information. L'ironie est que les gestionnaires actifs faisant de l'analyse de titres doivent garder les prix suffisamment efficients pour construire des fonds indiciels attractifs.

Comment évaluez-vous la gestion active des hedge funds?

Les hedge funds font des paris de plus en plus importants sur les écarts perçus dans la valorisation des actions. Si vous incluez tous les investisseurs sur un titre, il y aura certes des gagnants et des perdants, mais l'investisseur lambda très actif sur le marché sous-performera la tactique consistant à acheter et garder une action. Certains hedge funds qui suivent des stratégies visant à «battre le marché» (*beat the market*) y parviennent la plupart du temps, mais courent le risque d'être battus par le marché au pire des moments et d'accuser



CREDIT PHOTOGRAPHIQUE: KEVSTONE

alors des pertes énormes. Nous avons d'ailleurs pu constater récemment les nombreuses conséquences négatives de ces stratégies. Ceci ne rend pas ces approches indésirables, mais l'investisseur doit savoir à quel type de risques il s'expose afin de gagner davantage durant les périodes dites tranquilles.

Après l'éclatement de la crise du subprime, pensez-vous que les individus gardent toujours à l'esprit ce trade off entre risque et rendement?

Certains l'ont gardé en tête, d'autres - plus nombreux - l'ont oublié. Un risque jamais expérimenté peut être facilement né-

gligé ou ignoré. Il est tout de même naïf de supposer qu'un prêt souscrit avec un très haut taux d'intérêt ne comporte aucun risque. Certaines de ces valeurs de second rang ont pu être des investissements sensés, avec peu de risques de contre-performance marquée et une forte probabilité de rendement supérieur. Or, on l'a vu, c'est bien le pire des scénarios qui s'est finalement produit. Cela ne signifie toutefois pas que ces investissements étaient a priori déraisonnables.

Avec la venue éventuelle d'un marché baissier l'an prochain, vous attendez-vous à ce que les investisseurs réduisent leur

beta dans leurs portefeuilles?

Non. L'investisseur moyen doit garder un portefeuille avec un beta à 1.0, étant donné que la somme totale des avoirs équivalra le marché. La question devrait être formulée différemment: certains investisseurs devraient-ils baisser leur exposition au marché et les autres l'augmenter? Si tel est le cas, qui devrait être dans le premier groupe et qui dans le deuxième? La réponse dépend des circonstances des individus et de leur capacité à résister financièrement à toute prise de risques. Toute chose étant égale par ailleurs, les personnes dont l'aversion au risque augmente

plus que celle de l'investisseur moyen devrait aujourd'hui réduire le beta dans leurs portefeuilles. A l'inverse, ceux dont l'aversion au risque est inférieure à la moyenne vont accroître leur beta. Et, finalement, ceux qui se satisfont de la tendance du marché devraient éviter d'acheter ou de vendre des titres à l'heure actuelle. Car, au fur et à mesure que se renforce la probabilité d'un ralentissement économique, les marchés intègrent cette information et s'ajustent d'eux-mêmes.

Vous êtes un grand adepte de la finance comportementale depuis les années 1970. Dans quelle mesure cette discipline va-t-elle contribuer davantage à la connaissance actuelle en économie financière?

La finance comportementale nous aide à comprendre pourquoi tant de personnes font des erreurs sérieuses dans leur choix d'investissement et pourquoi ils sous-estiment l'épargne dans leurs portefeuilles et encourrent des coûts inutiles. Nous n'excluons pas que les prix des actifs ressembleraient peut-être à ceux d'investisseurs plus rationnels. Nous pouvons néanmoins aider ces personnes à prendre de meilleures décisions en matière d'investissement, d'épargne et de dépense.

[s.frochaux@agefi.com]

* Ces deux pages mettent un terme à notre série consacrée aux thèmes qui seront au centre des débats et des réflexions des investisseurs l'année prochaine. Les précédents entretiens ont donné la parole à Jerry Hausman, René Stulz, Edward Prescott, Robert Barro, Tobias Moskowitz et Kenneth Rogoff. A lire dans nos éditions des vendredis 2, 9, 16, 23, 30 novembre et du 7 décembre.

Biographie de William Sharpe

Professeur émérite de finance à l'Université de Stanford, William Sharpe a obtenu en 1990 le Prix Nobel en économie, partagé avec Harry Markowitz et Merton Miller, «pour ses travaux pionniers dans la théorie de l'économie financière». Agé aujourd'hui de 73 ans, il reste dans les mémoires collectives pour avoir contribué à l'élaboration du modèle d'évaluation des actifs financiers - plus connu sous le terme de CAPM (Capital Asset Pricing Model, lire ci-dessous) - et le ratio de Sharpe qui permet de mesurer les performances d'investissement pour un niveau

de risque donné. Il a également développé des méthodes binomiales pour la valorisation des options et des analyses d'optimisation pour les fonds d'investissement. Comme consultant, il a été entre autres impliqué dans le processus de décision des banques Merrill Lynch, Wells Fargo et UBS. Il a fondé en 1996 l'entreprise de consulting Financial Engines qui gère aujourd'hui quelque 15 milliards de dollars. Il est l'auteur de plusieurs ouvrages dont *Investors and Markets: Portfolio Choices, Asset Prices and Investment Advice*, publié cette année. - (SF)

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

La formule classique du CAPM (*Capital Asset Pricing Model*, traduit approximativement par Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers) permet de déterminer le rendement moyen ou attendu d'un portefeuille. Il part de l'hypothèse qu'un retour sur investissement est la somme d'un taux sans-risque et d'un taux propre au niveau de risque sous-jacent.

Il a été introduit au début des années 1960 par quatre chercheurs indépendants, dont William Sharpe, pour ensuite être développé sous diverses formes afin de soutenir la théorie moderne du portefeuille, de diver-

sification et de la frontière d'efficacité.

Les paramètres de la formule ci-dessus se lisent comme suit: $E(R_i)$ = le taux de rendement du portefeuille; R_f = le taux sans risque; $E(R_m) - R_f$ = la prime de marché, appelée aussi la prime de risque, est la différence entre le taux de rendement espéré du marché et le taux sans-risque; β_i = le coefficient d'un portefeuille qui permet de connaître la part additionnelle de rendement pour chaque pourcentage supplémentaire d'exposition au marché. Un portefeuille avec un beta de 2, par exemple, suivra les hausses

- et les baisses - du marché par un facteur de deux.

Ce qui signifie que si le marché gagne 8%, le rendement du portefeuille sera égal à 16% si le taux sans risque est de zéro ou de 14% si ce dernier se monte à 2%. En d'autres termes, plus le portefeuille a un beta élevé, plus la volatilité est importante et donc plus grande sera l'exposition au risque. A noter que le beta peut être négatif, allant donc à l'encontre des fluctuations du marché. Les titres liés aux mouvements de l'or, considéré comme un refuge lors de baisse des bourses, en sont un exemple. - (SF)

«La théorie actuelle sur l'évaluation des actifs est plus intuitive que le CAPM classique»

Le modèle d'évaluation des actifs financiers, plus connu sous l'appellation CAPM (Capital Asset Pricing Model), que vous avez développé au début des années 1960 était conçu pour être un instrument aussi simple que possible pour lier le rendement à un risque donné. Depuis, de nombreux chercheurs, y compris vous, ont tenté d'étendre le modèle originel en y ajoutant d'autres mesures plus complexes. Comment les jugez-vous?

William Sharpe: La théorie actuelle sur l'évaluation des actifs utilisant la méthode statistique des kernels est bien plus intuitive, plus générale et plus performante que les résultats découlant du CAPM (lire ci-contre).

Est-il donc un meilleur instrument?

Cette nouvelle approche permet de prendre en compte plus de questions. De plus, elle intègre des concepts issus tant de l'ingénierie financière que de

la théorie des portefeuilles ou de l'évaluation des actifs et peut être utilisée pour des décisions à périodes multiples telles que l'épargne à vie, l'investissement ou la consommation. On peut dire que le CAPM classique à une période n'est plus qu'un cas spécial des kernels sous certaines hypothèses.

Dans quelle mesure la liquidité des entreprises est-elle un élément important pour les investisseurs?

Je n'ai jamais produit de recherche dans le domaine. Il existe une littérature considérable sur le sujet, mais à ce point aucune mesure de liquidité ne semble être acceptée par la majorité.

Pourquoi les investisseurs réagissent-ils si fortement à des changements de l'ordre de 10 ou 20 points de base du taux de dividende alors qu'ils s'attendent à un rendement moyen de 10% l'an?

C'est un sujet très complexe qui demanderait un livre à lui tout seul. Pour être concis, les dividendes sont souvent issus de choix discrétionnaires et peuvent donc amener des renseignements au sujet de la vision future du management.

Avec l'augmentation de la demande pour des investissements au rendement absolu et des produits à l'alpha élevé, comment défendez-vous le beta du CAPM?

Pas tout le monde ne peut engranger des bénéfices en faisant du négoce. Pour prendre un exemple connu, le gestionnaire lambda qui gère passivement de l'euro sur la bourse de Paris sera plus performant, après soustraction des coûts de transaction, que le gérant actif moyen sur ce même marché. Pour chaque personne dans un marché avec un alpha positif, il y aura quelqu'un avec un alpha négatif. Nous ne pouvons pas être tous au-dessus de la moyenne! - (SF)