

AS SERVICES

Le «Behavioral Finance», un modèle pour produire de la plus-value

La crise actuelle du subprime est une belle opportunité permettant de se démarquer des concurrents sur le plan de la performance financière.

ANDRÉ WUERTH
ET SASKIA METZLER*

La crise du subprime est une excellente occasion permettant de séparer l'ivraie du bon grain dans le domaine des méthodes financières, lesquelles ont toutes le même objectif: une performance maximale.

Quant au subprime, les institutions de prêts hypothécaires ont, bon gré mal gré, divulgué leurs difficultés; les médias les ont thématiques, en écrivant, montrant et débattant, en suivant leur processus de sélection et de production afin d'accélérer la visibilité de ce thème dans l'espace public mondial. Finalement, l'attention des investisseurs institutionnels et privés s'est largement focalisée sur ce thème tout en émettant ce phénomène de «crise» de manière émotionnelle, sans trop de repères, ni de structure. Résultat: une volatilité considérable exprimant le désarroi complet et une grande chance.

Une théorie partielle trop restreinte

Pour celui qui connaît les processus de communication y relatifs, la crise du subprime est une belle opportunité permettant de se démarquer des concurrents sur le

plan de la performance, donc de la plus value financière. Le même manque de structure avait été observé suite aux pertes boursières massives des années 2000 à 2002. A l'époque, l'industrie financière et les académiciens recherchaient désespérément des modèles alternatifs pour l'Asset Management. Se retrouvant sur la sellette, le «Behavioral Finance» avait été sacré médecine incontournable. Dans l'amalgame du désespoir, de l'impuissance, de l'activisme et du repositionnement, les économistes des marchés financiers, dotés de leur formation classique, des chercheurs en sciences naturelles et des banquiers privés ont commencé à faire de la psychologie. Très à la mode, car le prix Nobel 2002 en économie a été décerné à un psychologue, étudiant le comportement de l'individu face aux gains et pertes et apportant des révélations fort utiles. Depuis cette popularisation, le «Behavioral Finance» est devenu un slogan servant ainsi à définir un domaine assez flou, allant largement au-delà du «Behavioral Finance». Constat: le «Behavioral Finance» ne suffit pas pour comprendre les marchés financiers. Les marchés financiers sont un système social qui nécessite une

théorie à la hauteur de la complexité de l'objet de recherche (les marchés financiers). Ensuite, il faut un phénomène (communication) permettant d'opérationnaliser l'objet pour, finalement, mettre en pratique un outil permettant de gagner de l'argent (*lire ci-dessous*).

Une intégration lente dans la valeur des actions

Le «Behavioral Finance», qui par le biais des sciences sociales est attribué au niveau micro, est une théorie partielle car elle se limite fortement à l'individu. Des aspects humains tels que la peur, l'avidité, les attentes, les opinions, les espoirs des investisseurs, analystes, négociants, CEO, etc. sont ici à valoriser (pour d'autres comportements «anormaux», *lire ci-dessous*). Ces phénomènes sont visibles quotidiennement, mais dans des phases de crise telles que le subprime, ces comportements surgissent plus nettement. En les opérationnalisant dans ces périodes de crise, une performance au-delà de la moyenne peut être atteinte, à condition que deux autres niveaux de structure (méso et macro) soient réalisés. Le deuxième niveau de structure qui n'est guère pris en considé-

ration par le Behavioral Finance est le méso. À ce niveau, il s'agit avant tout de «Corporate Communication», communication d'organisation externe et interne tels que: relations avec les investisseurs, fusions & acquisitions, entrées en bourse, concurrence de produits, commandes (et celles qui n'ont pas eu lieu), parts de marchés, ventes, comparaisons par secteur, restructurations, avertissements sur bénéfices, révisions à la hausse ou à la baisse. Les entreprises peuvent soigner les papiers-valeurs émis ou les négliger. La «Corporate Communication» peut, si elle respecte les critères s'appliquant aux nouvelles médiatiques, et à court terme, aussi faire bouger les marchés, tout en observant les aspects du «Conservatism», ce qui résulte en des réactions excessives ou moindres (comme le titre UBS les 1^{er} et 2 octobre derniers). Il s'y ajoute la communication interne d'une entreprise, qui est également importante et s'exprime par le biais, par exemple, de la définition du rôle des analystes, lors des limogeages/engagements de CEO, administrateurs, des objectifs de chiffres d'affaires, bonus, primes, carrières, harcèlements psychologiques, etc. De ce fait, et

pour ce qui a trait à la communication interne et externe, la science de la communication constate que la rationalité interne d'une entreprise (sa culture) conditionne fortement les deux sphères de ce niveau de communication.

Des informations planifiées et systématiques

Un troisième et dernier niveau de structure, encore moins couvert par le «Behavioral Finance» est la macro. À ce niveau, il s'agit d'informations publiques, en règle générale des publications périodiques, mensuelles, trimestrielles, sous forme de données économiques des principaux pays telles que le PIB, budget, commerce, ventes, production, productivité, confiance, renchérissement, chômage, taux d'intérêt, des résultats trimestriels des entreprises et bien d'autres - particulièrement les influences géopolitiques - et qui sont souvent perçues à travers une mise en scène des médias de masse.

Dans la science de la communication, la recherche a créé un terme spécifique pour ce type de communication publiée, résumant parfaitement l'effet médiatique tout en étant empiri-

quement bien fondé: l'«Agenda Setting». Des médias tels que Reuters, Bloomberg, ou, plus généralement les agences de presse et les publications sont déterminants pour ces thèmes dans l'espace public. Mais les informations que les acteurs des marchés financiers retirent, échappent aux médias de masse. Ils suivent en effet des critères de nouvelles médiatiques très bien établis par la science de la communication. La sélection s'effectue selon des critères industriels et se repère à la concurrence entre les médias dans les trois marchés médiatiques, à savoir: le marché des événements, de la publicité et des récepteurs. Cette reconstruction de la réalité se fait quotidiennement en masse et en pluridimension. Ainsi tous les jours, ces informations font bouger les marchés et ceci en général d'une manière planifiée et systématique. Tout particulièrement, l'«Agenda Setting» se fait remarquer dans la communication des marchés financiers, ceci en se différenciant de manière importante de bien d'autres systèmes de communication.

*AS Asset Services à Neuchâtel-Auvergnier

Une approche en cinq parties

L'objectif de l'Asset Management est la performance à court terme, idéalement par trimestre, et non pas à long terme. Cette myopie va à l'encontre de l'individu et ceci d'une manière quasiment existentielle, comme le montre une empirie riche et pluridisciplinaire de la physiologie, la neuropsychologie, la «Prospect Theory» dans le cadre des résultats de recherche sur les anomalies de décision de l'homme, et finalement la théorie de l'apprentissage.

Les résultats de recherche dans ces domaines, lesquels ont chacun une approche qui leur est

propre, mènent à la conclusion que l'homme escompte bien plus fortement que le calcul purement économique ne le permet, et que l'être humain préfère des récompenses immédiates aux bénéfices lointains, pourtant basés sur un raisonnement rationnel. En conséquence, dans la pratique, l'épargne forcée dans les 2e et 3e piliers est proposée à l'image d'une tirelire, qui doit être «détruite» pour pouvoir jouir de son contenu. De surcroît, afin d'être vraiment en phase avec le comportement humain, la performance devrait être absolue et

meilleure que son benchmark. Ces objectifs exigent une approche qui - prenant les réalités des marchés financiers au sérieux - relie les trois niveaux de structure: le micro (individu: 1), le méso (corporate: 2) et la macro (société: 3) par un phénomène social élémentaire, la communication (4) et le tout sous l'aspect temporel (5). Si par contre le comportement face aux marchés financiers est réduit à quelque règle prête à l'emploi, l'Asset Management ne peut pas en tirer de conclusions cohérentes, trop de dimensions étant ignorées. - (AV, SM)

La théorie des systèmes

La théorie des systèmes fournit à l'Asset Manager la possibilité (à condition que l'académie l'ait proposée et que l'Asset Manager l'ait comprise) de se distancier des approches s'égarant de stimulus-réponse (pour réduire son propre framing, sa propre stéréotypisation).

Situation actuelle: des théories partielles, dont font partie les théories classiques des marchés financiers telles que CAPM, EMH, etc. raisonnent à partir de structures données et les fonctions qui s'y soumettent. Cela signifie que les quatre problèmes de base de tout système social

(adaptation à l'environnement, réalisation d'objectifs, intégration et maintenance structurelle du système) sont prédéterminés. La question qui se pose est: quelles prestations sont fonctionnelles pour que les quatre problèmes de base soient résolus, autrement dit sont dysfonctionnelles et que le système échoue?

Les anomalies, un élément clé

L'approche de la théorie des systèmes: la théorie la plus moderne des sciences sociales se distancie de cette approche de stimulus-réponse et marque un tournant im-

portant. Elle se détache des structures prédéfinies et des réactions y répondant. Elle souligne par contre les relations. L'environnement change ainsi d'un facteur donné à une relation constitutive du système. Exemple: les fameuses anomalies des marchés ne sont plus ignorées, mais constituent un élément clé du système. Ainsi, au fil du temps (partie 5) le système développe une propre complexité variable qui contribue aux réactions assurant la suite du système pour finalement exister dans un environnement en constante évolution. - (AV, SM)

Les marchés financiers sont définis par les interactions entre les êtres humains

La condition sine qua non pour un Asset Management est de se rendre compte, que:

- les marchés financiers n'ont rien de particulier, et ne peuvent être apprivoisés par de la mathématique sophistiquée.

- les marchés financiers sont des systèmes sociaux tels que les systèmes des médias, politique, de formation, d'entreprises, d'hôpitaux, des départements de négoce bancaire, de familles, d'universités, de facultés, de parlements et ainsi de suite.

Conclusion: les marchés financiers sont définis par les interactions entre êtres humains. Ce constat est absolument décisif. L'interaction se fait par des codes - la communication domine dans le domaine de la finance (du point de vue matériel, rien n'est produit). Afin de gérer ces codes, une théorie (car rien n'est plus utile qu'une bonne théorie), à la hauteur d'une telle com-

plexité est nécessaire. Elle s'appelle la théorie des systèmes (*lire ci-dessus*).

De l'utilité pour la pratique des marchés financiers

C'est sur le plan pratique qu'intervient l'utilité de la théorie des systèmes pour l'Asset Management. Les nombreuses relations du système des marchés financiers sont:

(1) comportement sur le plan individuel: peur, avidité, attentes, opinions

(2) comportement sur le plan entreprise: Corporate Communication, fusions & acquisitions, avertissements sur bénéfices, révisions à la hausse et à la baisse

(3) géopolitique et publications prévues sur le plan macro: renchérissement, chômage, taux d'intérêt, matières premières, etc.

(4) la communication et ses agrégats (qui relie les points 1 à 3)

(5) la dimension temporelle Ces dimensions sont à réduire à l'aide de renoncements stratégiques, d'allègements, d'abstractions et de spécifications. Les trois niveaux de structure (micro, méso et macro) reliés par la communication et conditionnés par le temps mènent à un modèle qui génère de la surperformance dans quasiment toutes les situations de marché.

On the long run, we are all dead

L'approche des marchés financiers en tant que système de communication est encore à peaufiner par une dimension temporelle, car chacun souhaite connaître les faiblesses des modèles ou des théories appliqués. La dimension «temps» manque à la théorie des systèmes. En l'incluant, il est possible d'agir dans

les marchés financiers axés vers la performance et ceci d'une manière proactive, tout en suivant l'approche de communication et en étant conscient des processus y relatifs, lesquels ont été établis suite aux nombreux résultats de recherche de cette discipline en tant que méta science. Ce concept de communication peut

être appliqué lors de la session de négoce, au jour le jour, sur une semaine, sur plusieurs semaines, voire sur des années. Le comportement est continuellement observé sur les trois niveaux de structure et, grâce au concept, transformé systématiquement en performance péculaire.

Afin d'y parvenir, il est nécessaire de considérer deux points: premièrement, les relations poussant les marchés sont à décortiquer (sélection) et à pondérer (attribution). Deuxièmement, il faut se rendre à l'évidence, les relations les plus précises résident dans la session en cours (Intraday), puis du jour au lendemain (Interday) et les moins spécifiques dans les perspectives faites sur plusieurs années. Plus la période de prospection est longue, plus les pondérations des relations sont banales. Par contre, pendant la session et les semaines suivantes (en prenant en compte les semaines passées), il est possible de construire des relations sophistiquées tenant compte des trois niveaux de structure, ce qui offre l'opportunité, d'une manière durable et continue, de battre le benchmark et de générer une performance absolue. - (AV, SM)

Quelques définitions

- **Endowment effect:** Le statu quo est la référence dominante
- **Sunk-cost effect:** Plus les pertes sont élevées, moins la décision menant à ces pertes est remise en question

- **Certainty effect:** Des résultats absolus sont préférés à des résultats très probables, même si ces derniers ont autant voire plus d'utilité

- **Anchoring:** Les opinions existantes faussent l'interprétation des nouvelles informations

- **Comportement myope:** Une récompense immédiate est préférée à une récompense ultérieure plus importante

- **Home Bias:** Les investissements dans des marchés de proximité sont surpondérés au détriment d'une diversification plus internationale