

# Introduction

---

*« On mesure l'intelligence d'un individu à la quantité d'incertitudes qu'il est capable de supporter. »*

Emmanuel Kant

Environ 1 500 milliards d'euros sont aujourd'hui investis en fonds à dominante actions en Europe, auxquels s'ajoutent les portefeuilles de titres directement gérés par des particuliers. C'est dire la confiance que les particuliers vouent à la fois aux marchés d'actions, et aux gérants à qui ils confient ces montants. Mais ce chiffre est inférieur de moitié à celui qui prévaut aux États-Unis. C'est donc dire aussi ce que cette industrie présente encore de potentiel de développement en Europe.

L'investissement boursier connaît cette expansion parce que, selon les habits dont il se pare, il sait répondre aux attentes les plus diverses. Il parvient non seulement à attirer l'épargnant par ses perspectives à long terme, mais aussi à appâter le spéculateur par ses possibilités de gains à court terme, séduire l'intellectuel par ses possibilités de modélisation, tenter l'intuitif par sa dimension psychologique, éblouir l'amateur par les revenus des « golden boys », ou défier le professionnel par sa difficulté au fil des années. Ces multiples facettes lui confèrent une sorte d'attrait énigmatique sans cesse renouvelé, comme ces séductrices qu'on ne connaîtra jamais tout à fait.

Ce succès explique qu'un grand nombre de métiers soient venus s'installer sur les pourtours de l'industrie de la gestion de portefeuille. Banques d'affaires, intermédiaires financiers,

courtiers, analystes « sell-side » (c'est-à-dire travaillant chez les courtiers, en soutien des vendeurs), analystes « buy-side » (travaillant au sein des sociétés de gestion) et presse spécialisée se nourrissent, à des degrés divers, des miettes que ce gâteau laisse échapper au fil des transactions.

Pourtant, la gestion active, c'est-à-dire la sélection de valeurs en Bourse, s'avère une discipline au succès très aléatoire. En dépit de l'armée de conseillers à sa disposition, la gestion active paie difficilement pour l'investisseur. Les mauvaises affaires succèdent aux bonnes, et amateurs comme gestionnaires professionnels ont toutes les peines du monde à faire régulièrement mieux que leurs indices de référence. Pourtant, la tâche de l'investisseur actif ne semble pas surhumaine. Une démarche strictement passive, c'est-à-dire sans aucun effort de sélection, comme par exemple investir dans des Sicav indicielles, offre déjà la performance du marché d'actions. Il ne devrait donc pas être très difficile d'y apporter ce petit quelque chose de valeur ajoutée qui permette de faire un peu mieux. Écarter les valeurs manifestement douteuses, puis sélectionner quelques affaires de qualité supérieure à la moyenne devrait assurer l'affaire...

Alors pourquoi cette intervention s'avère-t-elle si difficile à réaliser et est-elle source des pires erreurs ? D'innombrables ouvrages ont été publiés, certains très bons, s'attachant à promouvoir de saines méthodes d'investissement. La presse financière regorge chaque semaine de recommandations précises, puisant souvent ses idées auprès de professionnels expérimentés. Et pourtant l'investissement boursier demeure un exercice hautement incertain. Au point d'ailleurs que beaucoup de particuliers choisissent finalement de l'appréhender par une extrémité ou l'autre : soit comme un jeu similaire aux paris sur les courses hippiques, où l'analyse est l'alibi et l'espoir dans sa bonne étoile le vrai moteur, soit comme une discipline technique dont la complexité justifie

qu'on en confie plus ou moins aveuglément l'exercice à des spécialistes. Cette difficulté provient d'une raison simple : l'investissement boursier est une discipline qui ne peut se réduire à l'application de techniques.

La comparaison avec le jeu d'échecs permettra d'illustrer cette notion. Au début d'une partie d'échecs, les adversaires (qu'on suppose de forces similaires, sinon la partie ne présente pas d'intérêt), sont dans une égalité parfaite : même nombre de pièces, mêmes emplacements, même temps pour réfléchir. Sauf cas exceptionnel, ce n'est pas un surcroît de connaissances théoriques qui permettra de remporter la partie. Le mieux que puisse espérer obtenir chaque joueur quand il joue un coup est un petit avantage de position, fût-il extrêmement faible, que l'adversaire tentera à chaque fois de combler. La façon la plus sûre de perdre rapidement serait de sous-estimer son adversaire en tentant une attaque prématurée. En effet, les deux adversaires pensent et voient à peu près aussi bien l'un que l'autre. Par conséquent, sauf étourderie, une tentative de combinaison évidente aurait toutes les chances d'être immédiatement déjouée, et probablement retournée contre l'attaquant imprudent. Première priorité donc : prendre la mesure de son adversaire et le respecter. Ensuite, la partie se déroule et peut s'orienter de mille façons différentes. Il peut arriver que, pendant des ajournements de partie, les joueurs puissent consulter des assistants, voire des ordinateurs. Puis la partie reprend et chaque joueur doit de nouveau décider seul de chaque coup, et réagir aux initiatives de son adversaire. Jusqu'à ce que, petit à petit, coup après coup, à force d'analyse et d'imagination, l'un des joueurs parvienne à construire une position plus forte que son adversaire. Alors seulement, l'issue n'est plus qu'une affaire de technique. Le joueur qui est parvenu à se constituer un fort avantage pourra

soit essayer d'exploiter sa position en portant une attaque décisive, soit laisser patiemment la force de sa position mener tôt ou tard à l'abandon de son adversaire.

En matière boursière, le cheminement de l'investisseur actif n'est pas sans rappeler celui du joueur d'échecs. Au commencement de sa réflexion, il ne possède aucun avantage sur l'ensemble des autres investisseurs, c'est-à-dire « le marché ». Puis, après quelques lectures et la consultation d'avis compétents, l'investisseur actif estime que son analyse justifie une décision qu'il espère gagnante. Il la met en œuvre de façon plus moins offensive, soit en achetant rapidement, quitte à revendre peu de temps après, soit en construisant progressivement une position avec un objectif de réussite à long terme.

La question est de savoir si, en prenant sa décision d'achat, l'investisseur ne sous-estime pas très souvent son adversaire. Car cet investisseur fait à ce moment le pari intuitif que le marché n'est pas efficient, c'est-à-dire que le travail d'analyse qu'il a effectué lui permet d'en savoir davantage que lui. Il est convaincu qu'il pourra réaliser des gains en repérant des actions dont le potentiel n'a pas été dûment reflété dans leur prix par le marché. Or, l'efficience des marchés est une notion, élevée au rang de théorie économique, qui ne se laisse pas facilement défier. L'économiste de la Harvard Business School Michael Jensen écrivait même en 1978 que « la théorie de l'efficience des marchés est le seul pilier inébranlable de la finance ».

Dans la première partie du présent ouvrage, nous tenterons d'expliquer pourquoi il est essentiel, en préalable à tout projet d'investissement boursier, de prendre la véritable mesure de cette efficience, qui est l'arme des marchés contre ceux qui tentent de les battre. Pourquoi l'efficience des marchés s'avère-t-elle si résistante aux tentatives de réfutation ? Quelles sont les chances de la gestion classique, de l'analyse tech-

nique, voire même des stratégies mathématiques contre les marchés ? Enfin, que nous ont appris les recherches de la finance comportementale sur ces questions ?

Au fil du temps, l'investisseur peut, comme notre joueur d'échecs lors d'ajournements, faire appel à des conseillers. Analystes, vendeurs, journalistes spécialisés sont autant d'experts payés pour apporter entre l'investisseur et le marché l'entremise de leur sagesse : autant les mettre à contribution. Mais l'usage de ces intermédiaires n'est pas sans écueils. Gilles de Vaugrigneuse, qui fut un de mes tout premiers clients dans les années 1980, lorsqu'il était encore gestionnaire de Sicav actions à la BNP et que je débutais dans l'intermédiation boursière, me fit un jour remarquer qu'« il n'y pas plus dangereux pour la performance qu'un excellent analyste ». L'acuité de cette observation, qui me laissa bien perplexe à l'époque, m'a été confirmée cent fois depuis. Ce que Gilles de Vaugrigneuse voulait dire, ai-je compris bien plus tard, est que l'éclat de l'expertise tend à aveugler l'esprit critique de son auditoire. Or, le meilleur des analystes commet des erreurs, et aucun ne mérite qu'on suive ses recommandations sur la seule foi de sa réputation. Mais l'esprit est paresseux, et l'appât du gain impatient. Si bien que, très souvent, les opinions fortes marquées du sceau de l'expertise emportent l'adhésion de l'investisseur, sans que ce dernier se soit suffisamment posé les questions clés qui lui auraient permis d'investir les yeux ouverts. D'où des déconvenues amères de temps à autre. La presse financière abonde de recommandations invoquant les jugements sans appel d'experts. Or, il n'y a pas de génie en matière boursière. Il n'y a que de la curiosité, et du jugement humain, affermi de méthode. La lucidité s'avère donc être l'arme décisive de l'investisseur à l'écoute de ses conseils.

La deuxième partie explore le rôle des intermédiaires, qu'ils soient analystes, vendeurs institutionnels, conseillers patri-

moniaux, voire journalistes spécialisés. Nous chercherons à comprendre leur mode de fonctionnement pour mieux les utiliser. Nous nous interrogerons sur la nature de l'interaction entre intermédiaires et investisseurs, et verrons pourquoi cette dernière peut parfois mener à de forts mouvements de marché, voire à la constitution de bulles spéculatives. Elle traite également de l'indépendance des analystes à l'égard de leurs employeurs, et à l'égard des entreprises qu'ils étudient. Elle se penche enfin sur toute l'ambiguïté que peut receler le rapport entre l'investisseur et son intermédiaire, notamment lors des introductions en Bourse. Mon espoir est qu'après avoir lu cette partie, le lecteur se sente armé d'une lucidité nouvelle pour choisir les intermédiaires qu'il souhaitera écouter, et pour en obtenir une aide réellement efficace.

La troisième partie a pour ambition d'éclaircir le jargon de l'évaluation financière. Pour rentrer dans un véritable dialogue avec ses intermédiaires, fût-ce par l'entremise de magazines ou de livres, l'investisseur doit comprendre de quoi il parle. Or l'usage des concepts de bases comme le multiple de résultat, le rendement, la croissance est devenu parfois si automatique qu'on en oublierait presque le vrai sens des mots. Que nous dit véritablement le prix d'une action ? Que nous importe véritablement la politique de dividende d'une entreprise, ou sa valeur d'actif ? Comment maîtriser suffisamment les idées cachées derrière ces critères d'évaluation apparemment si familiers, afin de ne pas se laisser abuser par eux ?

La quatrième partie de cet ouvrage examine le défi que représente l'ambition de prédire les marchés. Nous nous interrogerons dans le détail sur sa difficulté de principe et proposerons l'examen de cas concrets. Une méthodologie de prévision de marché appuyée sur l'analyse macroéconomique sera proposée, accompagnée de l'examen de ses limites. Sera testée également ce qu'aurait raisonnablement pu être une réflexion sur les perspectives du marché à l'aube de 2006, en la comparant

à ce qu'il advint en vérité. Enfin, la prévisibilité des grands retournements de marché sera abordée, à la lumière du déroulement de quelques grandes crises du passé. Car si l'on peut prévoir les marchés, les battre posera certainement peu de difficulté. Comme aux échecs, si l'on peut prévoir d'emblée ce que sera le jeu de l'adversaire, il devrait être aisé de prendre l'avantage. Si l'on est capable d'être lourdement investi en actions quand le marché monte, et désinvesti quand il baisse, le choix de valeurs ne devient qu'un raffinement accessoire. Ceux qui ont su être investis en actions pour la hausse des marchés d'actions de 1995 à 2000, *ET* désinvestis pour la baisse des marchés d'avril 2000 au printemps 2003, *ET* investis de nouveau pour la hausse depuis lors, sont aujourd'hui à l'abri du besoin. L'exercice vaut donc d'être tenté.

En guise d'épilogue, nous examinerons le mode de fonctionnement des hedge funds tant du point de vue de la diversification de portefeuille que de la performance. Mais ce n'est pas dans leurs techniques de gestion que réside l'exemplarité des hedge funds, car ces techniques ne leur sont accessibles que grâce au privilège d'une quasi-absence de réglementation de leur fonctionnement. En réalité, à travers l'examen de leur développement, on découvrira que la philosophie des hedge funds, leur « état d'esprit », que l'on retrouve aussi dans les meilleures gestions « classiques », contribuent aussi considérablement à leur succès. On constatera que les gérants les plus performants, que ce soit en gestion traditionnelle ou alternative, ancrent leurs stratégies dans une compréhension acérée de la difficulté de battre les marchés, de la difficulté de les prédire, et de l'importance d'un bon usage des intermédiaires.

Toutes les dimensions de l'investissement boursier (technique, humaine, financière, macroéconomique) sont abordées dans ce livre, sans qu'il ne vise à dévoiler de quelconques « secrets » de gestion, et ceci pour deux raisons. La première est que s'il existait des méthodes d'investissement infaillibles, il y a long-

temps que l'efficiencia des marchés les aurait généralisées, et du même coup neutralisées. La seconde raison est que les livres de recettes de cuisines, fussent-ils excellents, n'ont jamais suffi à former de bons cuisiniers. Car le savoir-faire n'est effectivement jamais réductible à la seule maîtrise de techniques, ni même, d'ailleurs, à l'expérience. Comme beaucoup d'activités humaines, l'investissement boursier requiert, si l'on veut en retirer une satisfaction durable (le plaisir que retire le parieur de sa pratique des jeux de hasard est d'un autre ordre), une compréhension de son idée directrice. Le choix d'une technique plutôt qu'une autre est affaire de préférence individuelle, mais le préalable à une initiative réussie, que l'on soit investisseur en Bourse, joueur d'échecs, dirigeant d'entreprise, commercial, compétiteur sportif, acteur politique, musicien, est de comprendre à quoi l'on s'attaque. Connaître la nature de la difficulté pour y adapter sa démarche. L'ambition de ce livre se situe là. Expliquer en quoi consiste véritablement la difficulté de l'investissement boursier afin d'aider le lecteur, attentif aux conseils de ses intermédiaires, à mettre en œuvre sa réflexion avec les meilleures chances de succès.

Au fond, comme au jeu d'échecs, même si certains principes fondamentaux doivent être respectés pour au moins se donner une chance raisonnable de gagner, en réalité, la victoire se joue toujours dans l'improvisation. Car l'histoire ne se répète jamais exactement et chaque situation, toujours nouvelle, nécessite à chaque fois de sortir des livres et de penser par soi-même. Une structure de raisonnement cohérente, une démarche intellectuelle extrêmement lucide apportent dans la durée bien davantage de résultats que l'application de recettes.

En éclairant l'investisseur sur l'essence de la difficulté de l'investissement boursier, la modeste ambition de ce livre est de le mettre dans une disposition d'esprit favorable à l'improvisation.