

La main invisible du marché

Attention aux *fake* stratégies *smart beta*

Bertrand Jacquillat

Prenez un shaker et mettez-y un algorithme, une recherche académique financière et un ETF (*Exchange Traded Fund*). Agitez à votre manière et vous avez construit une stratégie boursière « *Smart beta* », dénomination beaucoup plus vendeuse que celle de stratégie d'investissement par facteur du monde académique dont elle est issue. Celui-ci produit une quantité considérable de résultats publiés dans des revues scientifiques très sérieuses et portant sur les anomalies boursières. Ces anomalies ressortent de l'observation du comportement anormal de groupes d'actions constitués à partir de certaines variables ou facteurs comme le momentum (ou performances récentes des actions en termes de prix par exemple), ou la croissance vs. le rendement, ou bien encore le niveau relatif d'investissement des sociétés, leur niveau de rentabilité, d'immobilisations incorporelles, et les frictions liées aux frais de transactions. Dans une étude d'avril 2017, Hou, Xue et Zhang de l'Université d'Ohio State, « *Replicating Anomalies* » ont répliqué toutes les études publiées depuis plus de 40 ans et ayant identifié des comportements boursiers anormaux liés aux six catégories qui viennent d'être évoquées. Travail titanesque ! Le trio applique une analyse rigoureuse pour vérifier l'existence de telles anomalies, en utilisant les mêmes bases de données de cours des actions de l'Université de Chicago et de données comptables et financières des sociétés de Compustat. Ils n'ont introduit que trois modifications par rapport aux études d'origine : leurs tests de significativité statistique sont plus rigoureux, les actions dans les portefeuilles sont pondérées par leur capitalisation boursière relative au lieu d'être non pondérées et les durées des périodes de test des stratégies sont plus longues. Selon eux, la plupart des anomalies boursières référencées dans la littérature sont de purs artefacts, elles n'existent simplement pas et les marchés financiers sont beaucoup plus efficaces qu'on ne le croit. Les universitaires à l'origine de ces résultats se sont simplement livrés à du *data mining*, ce qui n'a pas empêché certains d'obtenir le prix Nobel d'économie. La conclusion des auteurs est sans appel, la littérature sur les anomalies est infestée de *hackers* ! Tous les résultats de cette vaste répllication ne sont pas pour autant négatifs. Certains des facteurs les plus populaires à la source de ces anomalies sont confirmés, mais procurent dans la pratique des performances beaucoup plus faibles que celles identifiées dans les études d'origine : les actions bon marché surperforment les valeurs de croissance, les prix des actions ont un momentum (celles qui ont monté continuent de monter pendant un temps et vice versa), la qualité des bénéfices compte, et les sociétés qui investissent beaucoup sous-performent. Les enseignements à tirer sont pluriels. Les investisseurs devraient se méfier des stratégies *smart beta* mises en avant dans l'industrie de la gestion d'actifs assises sur des martingales gagnantes du passé. Les institutions financières devraient exercer davantage de contrôles de la qualité des algorithmes qu'elles mettent en place pour leurs véhicules d'investissement collectifs. Et les revues scientifiques d'économie devraient davantage suivre l'exemple de leurs confrères du domaine médical, et être beaucoup plus réceptives à publier des études de répllication.