

Introduction au numéro spécial sur les analystes financiers



Alain SCHATT
Professeur à l'IAE de Dijon

On dénomme analyste financier tout individu qui collecte et traite des informations (financières et non-financières) pour faciliter la prise de décision des agents économiques souhaitant investir leurs capitaux. Cette définition permet notamment de distinguer trois groupes d'analystes financiers dans les économies modernes :

- Les analystes financiers sur les marchés actions, dont le rôle consiste à recommander aux investisseurs d'acheter, de conserver ou de vendre des actions ;
- Les analystes financiers (ou agences de rating) sur le marché de la dette obligataire, qui évaluent la capacité de remboursement des emprunteurs ;
- Les analystes financiers (ou analystes crédit) dans les banques, qui étudient la capacité de remboursement des entreprises clientes pour décider de l'octroi d'un crédit (ou du rationnement de crédit).

Depuis le début du nouveau millénaire, les analystes financiers ont été régulièrement au centre de l'actualité financière. Les analystes sur les marchés actions ont notamment été critiqués suite à l'éclatement de la « bulle internet ». Par ailleurs, de nombreux experts considèrent que les agences de notation ont une part de responsabilité dans la crise financière mondiale. Enfin, les analystes crédit dans les banques seraient responsables de l'accélération de cette crise en rationnant, brutalement, les crédits aux entreprises. Les nombreuses critiques adressées aux analystes nous conduisent donc à penser, d'une part, qu'ils jouent un rôle clé dans le fonctionnement des marchés de capitaux, d'autre part, que les informations produites ne sont pas toujours pertinentes.

Ce numéro spécial apporte certains éclairages sur le rôle réellement joué par les analystes, sur certaines difficultés de leur travail, ainsi que sur les conséquences des informations agrégées qu'ils produisent. Les quatre premiers articles sont consacrés aux analystes sur les marchés actions et le dernier article porte sur les analystes crédit. Le lecteur intéressé par les réflexions sur les agences de notation pourra consulter les travaux récents de Frost et de Hunt¹.

¹ Frost C.A., "Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=904077>.

Hunt J.P., "Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1267625>.

Les analystes financiers sur les marchés actions évaluent les actions des entreprises : ils se préoccupent de la valeur intrinsèque (ou fondamentale) des actions. Lorsqu'ils détectent des entreprises sous-évaluées (la valeur de marché est plus faible que la valeur fondamentale), ils préconisent l'achat d'actions et, lorsqu'ils considèrent que des actions sont surévaluées (la valeur de marché excède la valeur fondamentale), ils recommandent la vente d'actions. La question se pose donc de savoir quelle est la capacité de ces analystes à évaluer correctement les actions et, par conséquent, à identifier des erreurs d'évaluation par le marché.

Trois raisons permettent de penser que les évaluations, et les recommandations qui en découlent, ne sont pas toujours pertinentes. Premièrement, une maîtrise imparfaite des méthodes d'évaluation (problème de connaissances techniques/spécifiques des analystes) pourrait expliquer certains erreurs d'évaluation. En effet, il faut rappeler que les méthodes d'évaluation disponibles ne sont pas parfaites et reposent sur des paramètres difficiles à estimer précisément. C'est le cas, par exemple, de la méthode du *Discounted Cash Flow*, pourtant réputée être la méthode la plus pertinente d'un point de vue conceptuel. Force est de constater que les prévisions de flux de trésorerie et le coût moyen pondéré du capital ne sont pas aisés à établir. Dans le premier article, Pascal Alphonse, Pascal Grandin et Michel Levasseur précisent certains points clés de cette méthode, pour évaluer correctement les actions d'une entreprise.

Deuxièmement, en supposant que les analystes sont capables d'évaluer correctement (précisément) les actions, il est désormais admis qu'ils ne sont pas toujours incités à révéler la véritable valeur fondamentale estimée. Ils se trouvent dans des situations délicates, d'une part, parce qu'ils sont sensés aider les investisseurs à gérer leur portefeuille, d'autre part, parce qu'ils sont encouragés à œuvrer dans l'intérêt de la banque qui les emploie. Ce problème de conflits d'intérêts, qui a conduit les autorités de régulation à proposer de nouvelles règles du jeu, a donné lieu à la publication de nombreux articles au cours des dernières années².

Troisièmement, comme tout individu, les analystes financiers sont caractérisés par des biais comportementaux (ou biais cognitifs), qui permettraient également d'expliquer certaines erreurs d'évaluation. Au cours des 20 dernières années, de nombreuses études ont mis en doute la capacité des analystes financiers à produire des prévisions de bénéfices exemptes de biais comportementaux. Dans le second article, Véronique Bessière et Michael Kaestner synthétisent ces travaux, en se focalisant notamment sur le biais d'ancrage, qui semble être à l'origine de la sous-réaction des analystes à l'information, et sur le biais d'optimisme, qui semble conduire à des phénomènes de sur-réaction et de sous-réaction.

Si l'optimisme des analystes peut avoir des conséquences sur le comportement des investisseurs, il faut reconnaître qu'il influence également le comportement des dirigeants d'entreprises. Ce point, développé par Mard et Schatt dans un troisième article, se fonde sur l'idée que l'optimisme des analystes est synonyme de pression plus forte exercée sur les dirigeants. Cela peut conduire ces derniers à manipuler l'information comptable, pour atteindre les prévisions de bénéfices des analystes, et à prendre certaines décisions qui vont à l'encontre des intérêts des actionnaires. Autrement dit, l'utilité des analystes est posée. Leur rôle est-il globalement bénéfique pour le bon fonctionnement de l'économie ?

² Nous suggérons au lecteur intéressé par la question des conflits d'intérêts de consulter l'article de synthèse suivant : Dubois M. et Dumontier P., 2007, "Do Conflicts of Interest Affect Analysts' Forecasts and Recommendations? A Survey", in *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Edited by Luc Thévenoz and Rashid Bahar, Kluwer Law International.

La question de l'utilité des analystes se pose du point de vue des investisseurs. Pascal Alphonse, Pascal Grandin et Michel Levasseur évoquent, dans un quatrième article, les effets réels de l'activité des analystes sur la gestion de portefeuille. Si certaines études ont mis en évidence de fortes réactions des marchés financiers à l'annonce de recommandations de vente des titres, on peut cependant penser que toutes les recommandations, et toutes les prévisions de bénéfices annoncées par les analystes, ne s'avèrent pas forcément bénéfiques pour les investisseurs.

Le dernier article porte sur les analystes crédit des banques. Christophe Godlewski évoque notamment le type d'information produite et certains aspects organisationnels. Plus précisément, il rappelle que les analystes crédit peuvent produire des informations *hard* (quantitatives et plus objectives) et *soft* (qualitatives et plus subjectives). Si les deux types d'information s'avèrent complémentaires, il apparaît que l'architecture organisationnelle diffère significativement lorsqu'un type d'information est privilégié. La décentralisation est plus forte lorsque les analystes produisent des informations *soft* et les incitations doivent être adaptées, pour favoriser la production d'informations de « qualité ».