

Quelle utilité de l'analyse financière pour la gestion de portefeuille ?

Pascal ALPHONSE

Pascal GRANDIN

Michel LEVASSEUR

Université Lille Nord de France
Lille School of Finance (LSMRC)

Publié dans la Revue du financier (2009)

Les analystes financiers partagent avec les gestionnaires de portefeuille le privilège de faire l'objet d'abondants travaux académiques. Les deux jouent un rôle important dans le bon fonctionnement des marchés financiers et son niveau d'efficience. Ils cherchent en permanence de nouvelles informations afin d'élaborer des stratégies de gestion permettant de maximiser la rentabilité des portefeuilles et contribuent ainsi à faire en sorte que l'information soit intégrée dans les prix. Les coûts de recherche d'information doivent être intégrés dans la définition de l'efficience des marchés comme l'ont montré Grossman et Stiglitz¹ il y a trente ans déjà. Si les cours des actifs reflètent parfaitement l'information détenue par les différents opérateurs à une date donnée, un investisseur n'ayant pas d'information privée et n'ayant engagé aucun coût pour se la procurer peut savoir en regardant l'évolution des cours quelle est l'information détenue par les autres, c'est-à-dire ceux qui ont engagé ces coûts. Bien évidemment ces derniers n'ont plus aucun intérêt à le faire. L'aboutissement logique de ce raisonnement est que personne n'a intérêt à subir des coûts d'acquisition et de traitement de l'information et alors le marché ne peut bien évidemment pas être informationnellement efficace ! La seule solution pour résoudre ce paradoxe est de faire l'hypothèse que les prix ne sont pas pleinement révélateurs de l'information. Ainsi, un investisseur qui se contente de regarder l'évolution des cours ne peut pas savoir si leur évolution dans un sens ou dans l'autre provient d'une information nouvelle exploitée par un opérateur ou alors de transactions qui sont le fait d'opérateurs qui interviennent pour des motifs dits non informationnels tels que la vente d'actifs pour payer des impôts ou la poursuite de stratégies basées sur l'analyse technique. L'observation du fonctionnement des marchés montre que le poids de ces agents est important et que le coût d'acquisition et de traitement de l'information doit être compensé par des rentabilités plus

¹ Grossman et Stiglitz (1980)

élevées pour les gestionnaires qui les subissent. La question de l'utilité des prévisions des analystes financiers pour la gestion de portefeuille est donc cruciale d'un point de vue pratique mais aussi d'un point de vue théorique. Cette revue de littérature n'a pas la prétention d'être exhaustive mais à pour but de présenter les conclusions qui nous paraissent comme les plus probantes sur ce thème. Trois questions nous semblent essentielles : Quelle est la valeur ajoutée de l'analyse financière à la gestion de portefeuille ? Existe-t-il des analystes systématiquement meilleurs que d'autres ? Existe-t-il des éléments permettant d'identifier des prévisions ou recommandations susceptibles d'avoir plus de valeur ajoutée lors de leur diffusion ?

1. Quelle est la valeur ajoutée de l'analyse financière ?

De qui parle-t-on ?

Les analystes financiers ne représentent pas une catégorie homogène et il faut notamment distinguer les analystes « sell side » des analystes « buy side ». Les premiers travaillent pour les établissements financiers, principalement les sociétés de bourse et les banques d'affaires (avant la disparition spectaculaire récemment des plus grandes d'entre elles). Spécialisés sur un ou plusieurs secteurs d'activité ou alors certaines catégories de valeurs, telles que les actions de petites capitalisations, leur rôle est de collecter des informations sur les sociétés et secteurs afin de faire une analyse financière et un diagnostic qui sert ensuite à recommander la valeur à l'achat ou à la vente aux différents clients de leurs employeurs. Les prévisions de bénéfices ou de cash flows futurs et leurs recommandations sont la partie la plus visible de leurs travaux. Les analystes « buy side » sont eux employés principalement par les sociétés de gestion d'actifs tels que les fonds d'investissement, fonds de pension, caisses de retraite, compagnies d'assurance. Leur rôle est de conseiller les gérants internes et leurs recommandations ne sont généralement pas diffusées sur le marché. Les analystes « sell side » sont donc les plus visibles et font aussi l'objet régulièrement de critiques virulentes pour avoir incité par leurs recommandations les investisseurs à acheter des titres avant des phases de retournement de marché.

La plupart des études portent donc sur les prévisions de bénéfices émanant d'analystes sell side, il s'agit alors de suivre leurs révisions de prévisions à la hausse et à la baisse, ou sur leurs recommandations d'achat ou vente. Pour faire ces recommandations, les analystes sont amenés à fixer des niveaux de cours cible sur les valeurs qu'ils suivent mais peu de travaux portent sur ce type d'information du fait qu'elle est a priori redondante avec les recommandations. Le cours cible dépend bien évidemment de l'information disponible à un moment donné et est amené à changer en permanence avec la prévision de la chaîne de

flux. Toutefois la question du « modèle d'évaluation » utilisé par les analystes pour faire le lien entre les prévisions et les recommandations se pose, tout comme celui de l'opportunité de reporter à la fois des prévisions et des recommandations. Sur le premier aspect, les résultats de Block (1999), de Bradshaw (2002) ou encore de Asquith et al. (2006) et de Barniv et al. (2009) indiquent que dans leur grande majorité les analystes recourent à des modèles de capitalisation de bénéfices de type PEG (price to earning ratio to growth) et délaissent en général les approches plus sophistiquées de type actualisation de flux futurs². Sur le second aspect, il convient peut être de considérer ainsi que le proposent Malmandier et Shanthikumar (2008) que les analystes financiers n'ont pas un auditoire unique, mais sont écoutés par au moins deux grandes familles d'investisseurs, des investisseurs individuels assez peu sophistiqués (les célèbres « noise traders » si utiles à de nombreux modèles financiers !) surtout attentifs aux recommandations simples d'achat et de vente, et les investisseurs plus sophistiqués, plus attentifs aux prévisions de résultats et à leur évolution.

Quelle est la valeur ajoutée des recommandations des analystes financiers ?

Les recommandations à l'achat et à la vente n'ont bien évidemment pas de valeurs en tant que tel. Seules les modifications de recommandation peuvent avoir un intérêt pour l'investisseur puisqu'elles révèlent alors un changement d'opinion des analystes qui est supposé reposer sur de l'information nouvelle. Les études portent donc sur l'association entre les changements de recommandations et l'évolution des cours des titres concernés par rapport à la tendance du marché, c'est à dire la rentabilité anormale des titres.

Les études de Stickel (1995) et Womack (1996) sont parmi les plus représentatives de cette démarche³. Stickel montre qu'il existe une association positive entre le sens de la recommandation et les rentabilités anormales des titres. En adoptant une démarche similaire, Womack montre que les cours réagissent rapidement aux modifications de recommandations des analystes mais aussi que l'ajustement persiste plusieurs mois après. L'ajustement est plus important pour les recommandations à la vente qu'à l'achat avec des rentabilités anormales moyenne de -4,7% et 3% les trois jours suivant le changement de

² Prenons garde toutefois à éviter toute appréciation rapide qui ferait d'un indicateur comme le PEG un pis aller sommaire d'un modèle d'évaluation plus sophistiqué. Easton (2004) a montré que le PEG était l'expression d'un modèle de type AEG (Abnormal Earnings Growth) et reposait fondamentalement sur un modèle traditionnel d'actualisation de flux futurs.

³ Les études montrant une association positive entre le sens de révision des BPA ou les recommandations et les rentabilités subséquentes sont très nombreuses et ne seront pas reprises ici. Voir par exemple Ramnath, Rock et Shane (2006) pour une revue de la littérature approfondie.

recommandation. Il met aussi en évidence un ajustement qui persiste pendant un mois (RA de 2,4%) pour les recommandations à l'achat et jusqu'à six mois (RA de -9,1%) pour les recommandations à la vente. Ces résultats sont confirmés par les études plus récentes de Green (2006) et Chang et Chan (2008).

Ces études mettent généralement en évidence une valeur ajoutée des recommandations des analystes et en tirent la conclusion qu'elles peuvent avoir de la valeur ajoutée pour la gestion active des portefeuilles. Elles confirment la vision angélique de l'analyse financière selon laquelle les analystes financiers apportent une réelle valeur ajoutée aux gérants. Malheureusement, cette interprétation des résultats est un peu rapide et mérite d'être étayée par des démarches plus rigoureuses et plus proches de la situation dans laquelle se trouvent les gérants de portefeuille. Autrement dit, il convient de se mettre à la place d'un investisseur qui ferait des réallocations de son portefeuille en suivant de façon systématique les changements de recommandations d'un ou plusieurs analystes. C'est la démarche adoptée par Barber, Lehavy, McNichols et Trueman (2001). Ils ont utilisé la base de *Zack's Investment Research* qui publie des recommandations à l'achat et à la vente à partir d'une échelle de notes de 1 à 5⁴. L'étude porte sur 360 000 recommandations émises par 4340 analystes de 269 sociétés, sur la période 1985-1996. Il existe bien une différence de rentabilité entre les titres les plus fortement recommandés à l'achat et à la vente puisque les premiers ont une rentabilité en excès du marché de 3,97% tandis que les autres ont en rentabilité inférieure de 9,06% par rapport au marché. Ils montrent cependant qu'une stratégie consistant à acheter les titres faisant l'objet des recommandations les plus favorables et à vendre les titres faisant l'objet des recommandations les moins favorables ne permet pas de faire des rentabilités en excès du marché après prise en compte des frais de transaction. Les calculs ont été effectués en supposant que les investisseurs étaient en mesure de modifier la composition de leur portefeuille le jour même du changement de recommandation. Les résultats sont moins favorables lorsque les réallocations se font sur une base hebdomadaire ou mensuelle. Une étude complémentaire de 2003 comprenant les années 2000 et 2001 fait apparaître une très nette sous-performance des titres recommandés par les analystes puisque alors que les titres déconseillés par les analystes ont une rentabilité moyenne de 13,44%, les titres recommandés le plus fortement à l'achat offrent une rentabilité inférieure au marché de 7,06% en moyenne ! Cette contre-performance ne s'explique pas par une différence de comportement entre valeurs technologiques ou traditionnelles comme on aurait pu s'y attendre sur la période mais surtout

⁴ Les notes correspondent aux recommandations suivantes : 1 (forte recommandation à l'achat), 2 (recommandation à l'achat), 3 (conserver), 4 (recommandation à la vente) et 5 (forte recommandation à la vente).

par des recommandations d'achat de valeurs de petites capitalisations et de croissance qui se sont mal comportées.

Les révisions de prévisions et recommandations, si elles sont généralement associées à des rentabilités boursières allant dans le même sens, ne permettent pas de construire des stratégies financières rentables. Certains analystes fournissent-ils des conseils meilleurs que d'autres et donc plus profitables ? Sont-ils identifiables ? C'est l'objet de notre deuxième question.

2. Existe-t-il des analystes systématiquement meilleurs que d'autres ?

Les premiers résultats

La première étude approfondie sur la question est celle de Patricia O'Brien (1990). Elle a comparé les erreurs de prévisions des analystes sur la période 1975-1981 dans neuf secteurs d'activité. En ne retenant que les analystes qui ont révisé leurs prévisions suffisamment fréquemment pour être sûr de leur suivi effectif des valeurs et en contrôlant les effets firme et année, elle montre qu'il n'existe pas de différences significatives de performance d'un analyste à l'autre. L'auteur explique ce résultat par le fait que les travaux empiriques qui s'intéressent au sujet, utilisent les données ex-post pour comparer les performances des analystes financiers alors que l'incorporation rapide de nouvelles informations dans les prévisions des analystes financiers est l'élément le plus important du point de vue des investisseurs. Les analystes les plus compétents, peuvent incorporer rapidement les nouvelles informations dans leurs prévisions, et émettent donc de nouvelles prévisions ayant un contenu informatif, alors que d'autres attendent ces révisions pour les copier adoptant un comportement mimétique. Dans les études utilisant des données ex-post, les prévisions des deux types d'analystes (les leaders et les suiveurs) ont le même niveau de précision et sont donc de qualités équivalentes. Pour les travaux empiriques, une comparaison ex-post des performances, ne permet donc pas de révéler une différence significative entre les performances des analystes, mesurées par leurs erreurs de prévision. Butler et Lang (1991) affinant l'analyse d'O'Brien aboutissent à la même conclusion d'absence de différences significatives de différence de prévision en mettant toutefois en évidence que certains analystes ont une propension plus importante à être l'optimiste alors que d'autres souffrent d'un biais contraire. Sinha, Brown et Das (1997) reprennent eux aussi la méthodologie d'O'Brien pour aboutir aux mêmes conclusions. Toutefois, leur apport est de montrer en comparant des prévisions émises exactement à la même date, qu'il existe bien des différences d'habileté entre les

analystes dans 86% des cas. Une question se pose : est-il possible d'identifier *ex ante* les meilleurs analystes ?

Sur quels critères identifier les meilleurs analystes ?

Trois critères sont pertinents du point de vue du gestionnaire. Le premier critère permettant d'apprécier la compétence d'un analyste est bien évidemment la qualité de ses prévisions de flux autrement dit quelle est sa capacité de faire les prévisions les plus précises possibles à un horizon donné ? Il est possible de mesurer la précision moyenne de ses prévisions lorsque le bénéfice des sociétés est connu en calculant son erreur moyenne de prévision sur l'exercice. Un analyste pour lequel la prévision est en moyenne plus précise que celle des autres ou qui est systématiquement parmi les plus précis peut être considéré comme un bon analyste. Ce critère a l'avantage d'être objectif et facilement mesurable par les chercheurs. Un deuxième critère est celui de la fréquence de révision. L'idée ici est de considérer qu'un analyste révise dès qu'il a de l'information nouvelle. Plus il a d'information, plus il est amené à réviser et donc meilleure est la qualité de sa prévision. Ce critère rejoint le premier puisque dans ce cas, si sa prévision n'est pas systématiquement biaisée, ses prévisions devraient apparaître *ex-post* plus précises. Ce critère n'est peu utilisé dans la littérature car il peut être influencé par d'autres paramètres. Par exemple, les analystes *sell side* ont intérêt à réviser fréquemment pour générer du courtage et leurs révisions ne reposent donc pas sur des informations systématiquement fiables. Par ailleurs, un analyste peut aussi être amené à réviser ses prévisions car il ne suit pas avec toute l'attention qu'il faudrait une valeur et réviser tout simplement dans le sens du consensus afin de ne pas se démarquer. Pour ces raisons notamment, ce critère est à utiliser avec parcimonie. Le dernier critère consiste à s'intéresser à l'impact des diffusions de recommandations ou de révisions des analystes financiers sur les cours. Le meilleur analyste serait celui qui a le plus de pouvoir sur le marché dans le sens où son avis aurait un effet systématique et important sur les cours des titres sur lesquels il donne son opinion. Nous pourrions parler de gourous pour qualifier ces analystes au pouvoir important. Ce dernier critère rejoint le premier de nouveau puisque l'autorité d'un analyste provient essentiellement de la qualité des recommandations qu'il a émises par le passé et de son travail d'analyste. Les principaux travaux portent donc sur la qualité des prévisions des analystes financiers.

Les analystes leaders font des prévisions plus précises

Stickel (1992) est le premier à avoir mis en évidence des différences significatives entre les capacités de prévision des analystes en s'intéressant au classement des analystes par la revue professionnelle américaine *Institutional Investors*. Il s'agit d'une revue professionnelle qui comme le Wall Street Journal, Euromoney ou l'AGEFI en France fait paraître chaque année un palmarès des meilleurs analystes d'un secteur. Ce palmarès est le résultat d'un sondage auprès de gestionnaires de portefeuille à qui il est demandé de désigner les meilleurs analystes sur l'année. Le problème de ce type de palmarès est qu'ils s'apparentent à des concours de beauté avec un comportement stratégique possible des analystes se rappelant au bon souvenir des gestionnaires avant qu'ils ne divulguent leur opinion. Il est donc important de savoir si les analystes figurant dans ces palmarès ont réellement fait des prévisions meilleures que celles des analystes n'y figurant pas. La démarche de Stickel est de comparer les performances des analystes du *Institutional Investors* (les *All-Americans*, notés *AA*), en terme de justesse de prévision, de fréquence et d'impact sur les prix, avec les performances des analystes ne faisant pas partie de ce groupe (*Non All-Americans*, notés *NAA*), sur la période 1981-1985. Pour tenir compte de la date de divulgation de la prévision, l'auteur compare les prévisions émises pour une même firme et une même année et ayant le même horizon, h jours avant la fin de l'année fiscale ; par exemple, l'erreur de prévision d'un analyste *AA*, relative à une prévision pour la firme i et l'année y , émise h jours avant la fin de l'année fiscale, est comparée à celle d'un analyste *NAA*, pour la même firme et la même année, émise h jours également avant la fin de l'année. Les résultats des tests effectués montrent que les analystes financiers *AA* sont plus précis que les analystes *NAA*. Ils révisent également leurs prévisions plus fréquemment. De plus, les révisions à la hausse des *AA* affectent les prix de façon plus importante que les révisions à la hausse des *NAA*. Les résultats de Stickel (1992), montrent bien une capacité de prévision des analystes du *Institutional Investors* plus élevée que celle des autres analystes.

Leone et Wu (2002) se sont également intéressés à la performance des analystes figurant dans ce palmarès. L'étude porte sur la précision et le biais des prévisions, la pertinence des recommandations, la qualité de service, le mimétisme et l'expérience de l'analyste. Les résultats montrent que les analystes *AA* émettent des prévisions plus précises et sont moins optimistes que les analystes *NAA*, de même, les rentabilités anormales autour de leurs recommandations sont supérieures à celles des *NAA*. La différence de qualité de service est également significative entre les deux groupes. Les analystes *AA* tendent également à s'éloigner du consensus et n'adoptent pas de comportement mimétique. Enfin, les analystes *AA* ont une expérience supérieure à celle des analystes ne faisant pas partie de cette élite, cependant, la probabilité d'être élu pour la première fois diminue avec l'expérience. Les auteurs concluent que les analystes élus font preuve d'un talent

précoce qui les prédispose à faire partie des meilleurs et qu'ils restent longtemps dans leur activité grâce à leurs performances, alors que les analystes les moins performants disparaissent. Il y aurait donc un phénomène de sélection naturelle qui ferait que la moyenne d'expérience des analystes AA est supérieure à celle des NAA. Globalement, les résultats de Leone et Wu (2002) montrent que le classement de « Institutional Investors » permet effectivement de déterminer des analystes « supérieurs ».

Les analystes leaders font des recommandations plus profitables

Desai, Liang et Singh (2000) s'intéressent à un autre aspect de l'activité des analystes financiers considérés comme les meilleurs, à savoir, l'émission de recommandations d'achat et de vente. Afin de savoir s'il existe des disparités entre les performances des analystes à priori « supérieurs » et celles des analystes ne faisant pas partie de ce groupe, les auteurs s'intéressent aux analystes « All Stars » qui sont des analystes élus chaque année par le Wall Street Journal et Zacks Investment Research sur la base de la profitabilité de leurs recommandations. Chaque année, avant la publication des résultats du concours, les trois analystes élus sont interviewés par le Wall Street Journal et leurs dernières recommandations d'investissement sont publiées. L'étude porte sur ces recommandations et compare, sur différentes périodes, les rendements d'une stratégie d'achat et de détention des titres recommandés par ces analystes, par rapport aux rendements générés par une stratégie d'achat et de détention de titres relatifs à des firmes similaires, non recommandées par les « All Stars », appartenant au même secteur d'activité et équivalentes en terme de taille. Les résultats de cette comparaison montrent que les titres recommandés par les « All Stars » ont de meilleures performances que les titres équivalents qu'ils n'ont pas recommandés, les analystes « All Stars » ont donc des capacités supérieures de détection des meilleurs titres.

Au-delà de la mise en avant médiatique de quelques analystes « All Stars », nous avons indiqué plus haut que la qualité d'un analyste pouvait s'appréhender par la précision de ses prévisions, ce qui permet notamment d'établir un classement des analystes. Partant de ce type de classement, Loh et Mian (2006), Ertimur et al. (2007) et Gleason et al. (2006) présentent des résultats qui suggèrent que les analystes réalisant les meilleures prévisions sont aussi ceux qui émettent les recommandations les plus profitables⁵. De bons ingrédients ne sauraient toutefois à eux seuls se transformer en un plat succulent et

⁵ Ainsi que l'établissent Hall et Tacon (2009), le lien entre la qualité de la prévision et l'opportunité de la recommandation est simultanée et ne semble pas permettre de se baser sur la qualité d'une prévision l'année t pour en déduire une recommandation profitable l'année t+1.

il faut au contraire toute l'expertise d'un bon cuisinier pour en tirer le maximum. Autrement dit, si ces recommandations traduisent une meilleure qualité des prévisions, elles sont aussi comme le suggèrent les résultats de Simon et Curtis (2008), le fruit d'une plus grande habileté de l'analyste en matière d'évaluation. A partir de données individuelles, ils montrent en effet que les analystes produisant les recommandations les plus profitables sont aussi ceux qui sont à même de s'éloigner d'heuristiques d'évaluation par des multiples de bénéfices et d'appréhender la complexité de la prévision par exemple au travers de modèles d'actualisation des superbénéfices (residual income). Ces résultats relativisent par là même la portée des travaux s'inscrivant dans la lignée de Bradshaw (2004) ou de Braniv et al. (2009) qui, sur la base de données de consensus, tendent à considérer les analystes financiers comme constituant un ensemble homogène.

Park et Stice (2000) examinent la réaction des prix aux annonces d'analystes leaders, ces analystes étant ceux dont les prévisions pour un titre donné sont meilleures dans au moins 80% des cas aux prévisions du consensus et qui en plus ont émis au moins 5 prévisions pour le titre en question, et ce, pendant les deux années précédentes. La réaction des cours est plus importante à l'annonce d'une prévision d'un analyste leader que lorsque qu'il s'agit d'un analyste lambda⁶. Les résultats de cette recherche renforcent ceux de Sinha, Brown et Das (1997) : la supériorité de certains analystes existe, elle persiste dans le temps et elle est reconnue par le marché qui arrive à identifier ces analystes et réagit à leurs annonces.

Comment identifier les analystes leaders ?

Malheureusement, comme pour les gestionnaires de fonds, les analystes figurant dans les palmarès ne sont pas toujours les mêmes dans une catégorie et l'analyse doit être poussée un peu plus loin pour savoir quels sont les facteurs influençant la performance. Deux types de facteurs peuvent être mis en avant : des facteurs propres à l'analyste et des facteurs relatifs à son environnement.

Parmi les premiers, l'expérience de l'analyste dans le métier doit renforcer sa compétence. Un analyste est supposé d'autant plus chevronné qu'il a une longue expérience du métier qui lui aura permis de connaître un grand nombre de situations d'entreprises, d'exemples de « créativité comptable », de configurations de marché etc. Cette expérience doit être à même de lui permettre de faire des prévisions de meilleure qualité que la moyenne et aussi lui donner suffisamment d'assurance pour oser dévier du

⁶ Loh et Mian (2006) confirment ces résultats sur une période plus récente.

consensus si son information l'amène à le faire. Un jeune analyste très compétent ayant les mêmes informations peut au contraire hésiter à faire des prévisions divergeant du consensus s'il est moins sûr de lui et l'amener à adopter un comportement plus grégaire comme Trueman (1994) l'a modélisé. Sa connaissance approfondie des valeurs et secteurs qu'il suit doit accentuer sa capacité de prévision pour les mêmes raisons.

Parmi les facteurs d'environnement, nous pouvons attendre une relation négative entre la précision des prévisions et le nombre de valeurs suivies. Un analyste suivant un grand nombre de valeurs aura moins de temps pour faire un travail de qualité sur chacune d'entre elles. Il en découle aussi qu'un analyste travaillant dans un bureau occupant beaucoup d'analystes devrait avoir moins de valeurs à suivre et donc être plus précis. La taille du bureau doit aussi avoir une influence du fait que les analystes appartenant à de grandes équipes ont aussi la possibilité d'échanger entre eux pour améliorer leurs prévisions.

Mikhail, Walther et Willis (1997) ont mesuré l'association entre les erreurs de prévision des analystes et ces différentes variables à partir des prévisions de la base Zacks Investment Research. La corrélation entre l'expérience générale des analystes, sur leurs secteurs et leurs firmes étant élevée, ils ne retiennent que l'expérience sur la firme dans leur étude. Ils mettent en évidence une influence positive de l'expérience sur la précision des prévisions et la quantité de l'information disponible sur la firme. La relation entre la taille du bureau employeur et la performance n'est cependant pas significative.

Jacob, Lys et Neale (1999) aboutissent à des résultats qui viennent contredire les précédents en utilisant d'autres variables explicatives. Ils montrent ainsi que l'erreur augmente avec le nombre de firmes suivies par l'analyste mais diminue avec l'augmentation de la fréquence des révisions et la taille du bureau employeur, elle diminue également lorsque ce bureau se concentre sur le secteur. Cependant, il n'existerait plus de lien entre expérience et degré de précision. Etudiant plus précisément la relation entre la taille du bureau de courtage et le niveau de justesse des prévisions des analystes, Hong et Kubik (2003) montrent que les analystes appartenant aux plus grands bureaux sont de meilleurs prévisionnistes que ceux appartenant aux autres bureaux. Ceci s'expliquerait par le fait que les plus grands bureaux ont plus de moyens et peuvent recruter les analystes les plus talentueux.

Les études ultérieures de Clement (1999) et Clement et Tse (2003) testant les mêmes variables sur des bases et périodes différentes montrent une relation entre expérience des analystes et précisions des prévisions. La dernière étude montre aussi que les investisseurs réagissent plus aux prévisions émises en début d'année bien qu'elles soient moins précises que celle qui sont faite en fin d'exercice tout simplement parce que les investisseurs ont alors besoin de plus d'information. De même, les investisseurs

réagissent plus aux révisions de prévisions qui sont faites après plusieurs mois d'absence de révision car elles viendraient dans un contexte où l'incertitude aurait augmenté.

3. Quelles sont les prévisions ou recommandations qui ont le plus de valeur ajoutée pour la gestion de portefeuille ?

Les analystes sont supposés revoir leurs prévisions lorsqu'ils disposent d'informations nouvelles. Cette information peut être de l'information privée auquel cas l'analyste bénéficie d'un avantage concurrentiel par rapport aux autres le conduisant à ce moment précis à faire une meilleure prévision. Il peut aussi s'agir d'une information publique qui dans un marché efficient est déjà intégrée dans les cours au moment de la publication de la prévision. Enfin, un analyste peut réviser sans aucune information pour rejoindre le consensus. Les révisions dans ces deux derniers cas n'ont donc aucun contenu informationnel probant. Lorsqu'une révision ou recommandation est émise, il est difficile de savoir dans quel contexte elle se situe mais des indices peuvent nous y aider. Il est possible par exemple de mesurer l'apport informationnel d'une prévision émise après l'annonce d'une information par une société ou d'une prévision qui se rapproche ou s'éloigne du consensus.

Amir, Lev et Sougiannis (1999) ont estimé que les variations de cours peuvent s'expliquer à 40% par les prévisions des analystes en contrôlant l'information disponibles dans les états financiers au moment de la prévision. Mais, en ajoutant l'évolution passée du marché, l'apport de la prévision n'est plus que de 10% ! Les analystes semblent donc beaucoup plus réagir à l'évolution des cours passés qu'ils n'en sont la cause. Ce résultat avait déjà été mis clairement en évidence par Abarbanell (1991) qui montre que les analystes ont une très forte propension à réviser leurs prévisions de bénéfices dans le sens d'évolution des cours⁷. Altinkiliç et Hansen (2009) calculent que 80% des révisions de prévisions des analystes suivent de quelques heures des annonces faites par les entreprises concernées souvent concernant leurs bénéfices et leurs investissements et que leur contenu intrinsèque est quasi nul en tout cas très nettement insuffisant pour pouvoir couvrir les frais de transaction si un gestionnaire voulait s'en servir.

Nous avons vu qu'un analyste pouvait à un moment donné avoir une information privée lui permettant de faire ponctuellement une prévision ou recommandation meilleure que d'autres. La question se pose alors pour l'investisseur de savoir comment reconnaître ces prévisions parmi toutes celles qui sont émises.

⁷ Pour des résultats similaires sur le marché français, voir Grandin (1995).

Gleason et Lee (2003) analysent le contenu informationnel des révisions de prévisions selon qu'elles se rapprochent du consensus ou s'en éloignent et qu'elles émanent d'analystes plus ou moins chevronnés.

Quatre types de prévisions sont possibles :

- la nouvelle prévision est inférieure à celle émise précédemment par l'analyste et de plus inférieure au consensus ;
- la nouvelle prévision est supérieure à celle émise précédemment par l'analyste mais reste inférieure au consensus ;
- la nouvelle prévision est inférieure à celle émise précédemment par l'analyste mais reste supérieure au consensus ;
- la nouvelle prévision est supérieure à celle émise précédemment par l'analyste et de plus supérieure au consensus.

Les premier et troisième cas sont interprétés comme de mauvaises nouvelles car la révision est à la baisse tandis que les deuxième et dernier cas sont interprétés comme de bonnes nouvelles car la révision de l'analyste est orientée à la hausse. Cependant, lorsque l'analyste révisé à la baisse dans le premier cas, il s'éloigne d'autant plus du consensus, de même lorsqu'il révisé à la hausse dans le quatrième cas. Ces deux types de prévisions devraient donc avoir un contenu informationnel plus élevé que lorsque la révision de l'analyste le conduit à se rapprocher du consensus. Gleason et Lee (2003) montrent précisément que ces révisions ont un impact beaucoup plus important sur les cours lors de la publication mais aussi à plus long terme. L'impact diffère aussi selon que l'analyste est perçu comme étant parmi les plus compétents. Dans l'étude, les meilleurs analystes sont :

- ceux cités dans le palmarès annuel de la revue *Institutional Investors*;
- ceux cités par le palmarès du *Wall Street Journal*;
- ceux qui ont fait des prévisions de bénéfice plus précises que celles du consensus 80% du temps et sur deux années consécutives.

Dans tous les cas, les cours sont plus sensibles aux révisions des meilleurs analystes que pour l'ensemble. Cependant, à long terme, il ne semble pas y avoir de différence significative entre les analystes.

Lorsque l'on se concentre sur les prévisions divergentes des meilleurs analystes, la rentabilité d'un portefeuille d'arbitrage s'élève à 33,2% contre 17,3% pour tous les analystes. Il est donc très rémunérateur de se concentrer sur ces prévisions mais elles ne concernent qu'une faible partie de l'échantillon (de 1,3% à 2,7% du total des prévisions).

Clement et Tse (2005) appuient les résultats de Gleason et Lee (2003) et montrent que la prévision divergeant du consensus améliore encore plus la dernière prévision du même analyste, que la prévision qui converge. Ceci est dû au fait que les prévisions s'éloignant du consensus reflètent mieux l'information privée de l'analyste que celles qui convergent.

Malheureusement, à notre connaissance aucune étude ne montre qu'une stratégie systématique de gestion à partir des révisions divergentes du consensus en tenant compte des coûts de transaction est profitable.

Conclusion

Les années 70 et 80, marquées du sceau de l'efficacité des marchés, n'ont accordé qu'un intérêt extrêmement limité aux analystes financiers et à leurs prévisions, au mieux réduits à des intermédiaires facilitant la diffusion d'une information largement publique. Toutefois, le développement d'un côté de l'industrie financière, de l'autre de riches bases de données de prévisions, ont conduit à se pencher de façon beaucoup plus précise sur l'utilité des analystes financiers, de leurs prévisions et de leurs recommandations. Qu'en savons nous désormais ? Premier constat : de façon générale, nous ne pouvons pas espérer battre le marché sur la base des prévisions/recommandations de consensus des analystes. Cela veut fondamentalement dire que le marché, par delà toutes ses viscosités et erreurs, agrège et reflète de l'information pertinente sur les entreprises. Certes, il reflète aussi du bruit, mais c'est une condition même de son existence, Grossman et Stiglitz (1980) nous l'ont démontré il y a bientôt trente ans. Deuxième constat : la supériorité de certains analystes est réelle et possède une certaine persistance. Le marché ne s'y trompe pas d'ailleurs, il repère ces analystes et réagit à leurs annonces. Troisième constat : s'il peut être rassurant de suivre la tendance, les analystes qui s'autorisent à prendre quelques libertés avec le consensus apportent aux investisseurs le plus de potentiel informationnel. Dans cette perspective, nous ne saurions ici qu'inviter l'investisseur à s'éloigner de la tendance qui, comme nous l'a rappelé l'évolution récente des marchés boursiers, possède un caractère (de risque) systématique, et à s'exposer volontairement à un risque « d'écart à la moyenne » supplémentaire.

Bibliographie :

- Abarbanell, J.S., 1991, « Do analyst's earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes ? », *Journal of Accounting and Economics*, 14, 147-165.
- Altinkiliç O. et R. Hansen, 2009, « On the information role of stock recommendation revisions », *Journal of Accounting and Economics*, à paraître.
- Amir, E., Lev, B., Sougiannis, T., 1999, « What value analysts? », *Working paper*, New York University.
- Asquith, P., M.B. Mikhail, and A.S. Au, 2005, "Information content of equity analyst reports", *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, N°2, 245-282.

- Barber B., R. Lehavy, M. McNichols et B. Trueman, 2001, « Can investors profit from the prophets ? Security analyst recommendations and stock returns », *Journal of Finance*, vol. 56, N°2, p. 531-563.
- Barber B., R. Lehavy, M. McNichols et B. Trueman, 2003, « Reassessing the returns to analysts' stock recommendations », *Financial Analysts Journal*, vol. 59, N°2, p. 88-96.
- Barniv, R., O.-C. Hope, M. Myring et W.B. Thomas, 2009, "International Evidence on analyst stock recommendations, valuations, and returns", *working paper*, Kent State University.
- Block, S. B., 1999, "A study of financial analysts: Practice and Theory", *Financial Analyst Journal*, vol. 54, N°4, 86-95.
- Bradshaw, M. T., 2004, "How do analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations", *Accounting Review*, Vol. 79, N°1, 25-50.
- Butler K. et L. Lang, 1991, « The forecast accuracy of individual analysts : Evidence of systematic optimism and pessimism », *Journal of Accounting Research*, vol. 29, p. 150-156.
- Chang Y. et C. Chan, 2008, « Financial analysts' stock recommendation revisions and stock price changes », *Applied Financial economics*, vol. 18, p. 309-325.
- Clement M., 1999, « Analyst forecast accuracy : Do ability, ressources, and portfolio complexity matter ? », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, p. 285-303.
- Clement, M., Tse, S., 2003, « Do investors respond to analysts' forecast revisions as if forecast accuracy is all that matters? ». *The Accounting Review*, 78, 227-249.
- Clement M. et S. Tse, 2005, « Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting », *Journal of Finance*, vol. 60, N°1, p. 307-341.
- Desai, H., Liang, B., Singh, A.K., 2000, Do all-stars shine? Evaluation of analyst recommendations », *Financial Analysts Journal*, May/June, 20-29.
- Easton, P., 2004, "PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital", *The Accounting Review*, Vol. 79, N°1, 73-96.
- Ertimur, Y., J. Sunder et S. Sunder, 2007, « Measure for measure : An examination of the association between forecast accuracy and recommendation profitability of sell-side analysts », *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, N°3, 567-606.
- Gleason, C., Lee, C., 2003, « Analyst forecast revisions and market price discovery., *The Accounting Review*, 78, 193-225.
- Gleason, C.A., B. Johnson et H. Li, 2006, « The earnings forecast accuracy, valuation model used, and price target performance of sell-side equity analysts », *working paper*, University of Iowa.
- Grandin, P., 1994, *Production d'information privée et gestion de portefeuille.*, Paris, PUF.
- Green T.C., 2006, « The value of client access to analyst recommendations », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, p. 1-24.
- Grossman S. et J. Stiglitz, 1980, « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, vol. 70, p 393-408.
- Hall, J. et P. Tacon, « Forecast accuracy and stock recommendation", *working paper*, University of Queensland.
- Hong, H. et J.D. Kubik, 2003, "Analysing the analysts: career concerns and biased earnings forecasts", *Journal of Finance*, Vol.58, N°1, 313-351.
- Hong H., J. Kubik et A. Solomon, 2000, « Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts », *Rand Journal of Economics*, vol. 31, Spring, p. 121-144.
- Jacob John, Thomas Lys et Margaret Neal, 1999, « Expertise in forecasting performance of security analysts », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, p. 51-82.
- Leone, A., Wu, J.S., 2002, « What does it take to become a superstar ? Evidence from Institutional Investor Rankings of financial analysts », *Working paper*, University of Rochester.
- Loh R. et G. Mian, 2006, « Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, N°2, p. 455-483.
- Malmandier, U. et D.M. Shanthikumar, 2008, "Do security analysts speak in two tongues?", *working paper*, Harvard Business School.

- Mikhail, M.B., Walter, B.R., Willis, R.H., 1997, « Do security analysts improve their performance with experience? », *Journal of Accounting Research*, 35, 131-157.
- O'Brien, P., 1990, « Forecast accuracy of individual analysts in nine industries. », *Journal of Accounting Research*, 28, 286-304.
- Park, C., Stice, E., 2000, « Analyst forecasting ability and the stock price reaction to forecast revisions », *Review of Accounting Studies*, 5, 259-272.
- Ramnath S., S. Rock et P. Shane, 2006, « A review of research related to financial analysts' forecasts and stock recommendations », working paper.
- Simon, A et A. Curtis, "The use of earnings forecasts in stock recommendations: are accurate analysts more consistent?" *working paper*, University of New South Wales.
- Sinha P., L. Brown et S. Das, 1997, « A re-examination of financial analysts' differential earnings forecast accuracy », *Contemporary Accounting Research*, Spring, vol. 14, N°1, p. 1-42.
- Stickel S., 1992, «Reputation and performance among security analysts», *Journal of Finance*, vol. 47, December, p. 1811-1836.
- Stickel S., 1995, « The anatomy of the performance of buy and sell recommendations », *Financial Analysts Journal*, vol. 51, N°5, p. 25-39.
- Trueman B., 1994, «Analyst forecasts and herding behaviour», *Review of Financial Studies*, vol. 7, p. 97-124.
- Womack K., 1996, « Do brokerage analysts' recommendations have investment value ? », *Journal of Finance*, vol. 51, N°1, March, p. 137-168.