

L'efficience des marchés : mettons-nous d'accord !

L'hypothèse d'efficience des marchés est fondamentale en finance. Constatant de nombreuses confusions autour de cette notion, il nous a semblé important de faire un point sur sa définition ainsi que sur ses implications.

Dans la traduction française de l'ouvrage Rajan^{1,2} (p. 282), l'auteur s'interroge sur le fait que, pendant la crise, les banques dont les cours avaient le plus progressé en moyenne en 2006 étaient les moins performantes. Ne serait-ce pas une preuve supplémentaire de l'inefficience des marchés ? Dès lors que toutes les informations publiques sont intégrées dans les cours, les cours des banques n'auraient-ils pas dû refléter la qualité de leur bilan et de leurs perspectives bénéficiaires ? C'est là où le bât blesse ! Citons Rajan : « *Rien dans cette théorie ne dit que le marché doit avoir complètement raison tout le temps. Le marché ne peut pas disposer de toutes les informations (...). De plus, même si le marché assigne des probabilités appropriées à tous les événements possibles, seul un de ces événements se réalisera. Avec le recul du temps et surtout lorsqu'un événement extrême aura eu lieu, on aura l'impression que le marché s'est trompé et de fait ce fut le cas. Mais cela ne veut pas dire que quiconque aurait pu mieux faire à tous les coups. Dans le jargon des économistes, dire que le marché a des attentes rationnelles à propos des événements ne signifie pas qu'il est capable de prévoir l'avenir parfaitement* »

Revenons sur quelques idées clés fondamentales pour comprendre l'efficience du marché.

1. Les cours résultent de la confrontation des opinions des opérateurs à un moment donné

Le cours d'un titre résulte des anticipations formées par les opérateurs. Il n'y a aucune raison pour que les avis des investisseurs soient identiques à un moment donné et ce, pour deux raisons : ils n'utilisent pas forcément les mêmes informations et, lorsque c'est le cas, ils ne les interprètent pas forcément de la même façon. Pour s'en convaincre, il suffit de constater que l'estimation de la valeur fondamentale d'un titre aboutit à des valeurs différentes selon les analystes financiers. Ils peuvent aussi avoir des avis divergents sur le fait de se positionner comme acheteur ou vendeur d'un titre, sans quoi les marchés seraient illiquides ! Ces divergences ne reflètent en rien des différences de capacités ou de talents entre eux. Si c'était le cas, il suffirait de suivre les recommandations de l'analyste le plus performant, mais la littérature académique montre qu'il n'y a pas de meilleur analyste sur une valeur de façon systématique. C'est seulement longtemps après qu'une prévision ait été réalisée que l'on peut savoir si elle était bonne ou pas ! Comme le dit la blague concernant les économistes, il est plus facile de prévoir le passé que le futur. Les cours sont donc le reflet de toutes les opinions des opérateurs sur le marché à un instant donné et ils vont se modifier en fonction des changements d'avis des opérateurs qui suivent la diffusion de l'information³. Précisons au passage qu'il n'y a pas que les informations concernant une firme qui font bouger ses cours, il peut s'agir d'informations macroéconomiques par exemple, ou tout simplement l'anticipation de la position des

¹ Rajan R., 2013, « *Crise : au-delà des marchés financiers* », Le Pommier.

² Il s'agit tout simplement d'un des meilleurs ouvrages qu'il nous ait été donné de lire sur la crise des *subprimes*.

³ Les cours peuvent aussi bouger pour d'autres raisons (des motifs non-informationnels) qui ne seront pas traitées ici.

autres investisseurs. Comme sur n'importe quel marché, le prix d'un actif est donc le résultat d'une agrégation de toute l'information disponible à un moment donné.

2. Les opinions des opérateurs dépendent de l'information disponible au moment où ils les forgent

Un opérateur ne peut bien évidemment pas intégrer dans ses prévisions une information qui n'existe pas à ce moment-là ! En revanche, dès que des faits nouveaux sont connus, ils vont les prendre en compte et peut-être modifier leur opinion. Dans ce cas, ils agiront en conséquence sur le marché et les prix intégreront alors cette information. C'est dans ce sens, où il est possible de dire que le marché est efficient. Si l'on suppose un flux continu d'informations nouvelles, les prix vont constamment s'adapter. Reprocher au marché financier et aux opérateurs qui y officient un manque de prescience serait de mauvaise foi. Si un analyste met en lumière des fraudes et des dissimulations massives de dettes dans le bilan d'une société, alors son cours va probablement s'effondrer. C'est par exemple ce qui s'est passé pour la société de courtage en énergie Enron en 2001. Le fait que les cours n'aient pas intégré cette information avant la date où elle a été connue ne signifie bien évidemment pas que le marché n'est pas efficient. Comment les opérateurs auraient-ils pu savoir ce qui se passait dans cette société alors que les commissaires aux comptes et le régulateur eux-mêmes n'avaient rien décelé ?

3. Qu'est-ce qu'une anticipation rationnelle ?

Selon la théorie des anticipations rationnelles, n'importe quel individu est supposé faire des anticipations comme le plus habile des économistes. Quelles sont les conséquences de cette hypothèse ? Lorsqu'un fait nouveau est connu, par exemple une annonce de type macroéconomique, alors nous sommes en mesure de dire comment il est susceptible d'impacter de façon précise les cours de certains actifs. Nous intégrons cette information nouvelle dans nos prévisions et ce faisant nous avons un comportement bayésien de révision de nos croyances. Si tous les opérateurs agissent ainsi, alors le marché est nécessairement efficient puisque toute l'information est intégrée dans les cours et sans biais. Cependant, anticiper un événement de façon rationnelle ne signifie pas qu'il va forcément se réaliser. Il s'agit juste d'essayer de faire la meilleure prévision possible à un moment donné et c'est tout. Et force est de constater que même les économistes les plus compétents justement se trompent souvent dans leurs prévisions et leurs jugements. Ajoutons encore sur ce point qu'une révision bayésienne de nos croyances est bien évidemment une hypothèse très forte. Nous sommes tous sujets à des biais qui viennent entacher nos jugements et affecter nos décisions⁴. La littérature académique montre que nos erreurs de jugement peuvent conduire dans des contextes précis les prix à incorporer de façon parfois biaisée l'information⁵ mais ceci reste ponctuel. Les cours des titres ont tendance à revenir à leur valeur fondamentale.

4. Que signifie la valeur fondamentale d'un titre ?

⁴ Voir notre ouvrage pour une revue de ces biais ; Chikh S. et P. Grandin, 2016, « *Finance comportementale* », Economica.

⁵ Voir notre ouvrage pour un panorama de ces études et une discussion plus générale.

La valeur fondamentale d'un actif peut être définie comme la somme de l'ensemble des flux financiers actualisés qu'il va générer jusqu'à son échéance⁶. Les estimations de ces flux sont fondées sur toutes les informations disponibles à un moment donné. Cette valeur fondamentale nécessite d'être constamment recalculée car des informations arrivent en continu sur les marchés financiers. Elle intègre à un moment donné tous les scénarios d'évolution possible mais, comme le souligne Rajan, tous ne se produiront pas ! L'ajustement en continu permet justement d'éliminer en permanence les scénarios qui deviennent les plus improbables. Un fait nouveau peut modifier très fortement les scénarios probables. Reprenons le cas de la société Enron. La mise en lumière des fraudes massives a fait s'effondrer son cours avant la faillite car il s'agissait alors à ce moment-là du scénario devenu largement le plus probable. Le fait que certains analystes considéraient avant ces révélations que la société était « *the best of the best* », pour reprendre l'expression de l'analyste de Goldman Sachs, ne signifie pas que ces analystes manquaient de clairvoyance. Ils n'avaient tout simplement pas la même information au moment où ils formulaient ces opinions⁷.

Il n'est donc pas possible d'accuser le marché de ne pas être efficient en observant à posteriori qu'un scénario s'est produit (un état du monde dirait un économiste) et que les cours n'avaient pas été fondés sur ce seul scénario au préalable. Il s'agit surtout d'un bel exemple de biais rétrospectif⁸.

5. Un exemple

Pour clore cette note, nous pouvons revenir sur les attaques dont les marchés financiers ont fait l'objet lors de la crise des dettes souveraines. Il leur fut reproché de ne pas avoir fait de discrimination entre les dettes des différents Etats, ainsi les taux d'intérêt sur les dettes souveraines étaient proches les uns des autres alors que les risques de ces emprunts n'étaient pas du tout les mêmes. Revenons-en simplement aux faits pour comprendre la logique du marché.

Les reproches se basent sur le fait qu'il existe une clause de non-renflouement dans le Traité sur le Fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) par laquelle l'Union s'interdit de prendre en charge les engagements des différents Etats membres. Il est aussi interdit à la Banque Centrale Européenne d'accorder des financements monétaires à ces Etats. Certains économistes tirent de ces articles que la construction monétaire européenne supposait que les marchés allaient faire le tri entre les états et que la qualité des finances publiques allait se refléter dans les taux d'intérêt des emprunts souverains. Cette interprétation les conduit à rejeter les événements survenus depuis 2010 sur le manque de clairvoyance des marchés. Il s'agit d'un argument très spéculatif. Les marchés reflètent certes la qualité des dettes via notamment les notes des agences de notation qui ont elles aussi subi leur lot de critique⁹ mais qu'en est-il réellement ? Les marchés avaient deux interprétations possibles, deux scénarios pour reprendre les termes de Rajan. Ou les autorités politiques européennes, a priori les mieux informées puisqu'elles exercent la surveillance, considéraient qu'il n'y avait pas péril en la demeure et alors les marchés n'avaient pas de raison d'être alertés ; ou les autorités politiques européennes avaient parfaitement conscience de la situation de certains Etats et

⁶ Il existe d'autres approches de la valeur fondamentale et nous renvoyons le lecteur aux manuels d'évaluation pour en avoir un panorama. Nous retenons cette approche qui est très largement utilisée par les analystes financiers et qui est à la base de l'évaluation d'un actif.

⁷ Même si certains, au milieu de conflits d'intérêts, ont émis des avis contraires à leur opinion profonde!

⁸ Le biais rétrospectif consiste à penser que l'on aurait été capable a priori de prévoir ce qui allait se passer et que l'on ne connaît qu'après.

⁹ Il est fondamental de savoir que les agences de notation notent des emprunts privés en ayant un accès privé à l'information. En ce qui concerne les emprunts souverains, ce n'est pas le cas.

laissaient faire et cela pouvaient s'interpréter comme une volonté de solidarité¹⁰. Autrement dit, les Etats les plus vertueux étaient prêts à assumer la dette des Etats les moins vertueux. C'est ce second scénario qui a manifestement eu la faveur des marchés car si les politiques n'ont rien fait et notamment pas appliqué les sanctions prévues dans le traité de Maastricht, c'est bien qu'ils étaient solidaires. En résumé, il est particulièrement de mauvaise foi de reprocher au marché de ne pas avoir reflété dans les taux d'intérêt les différences de risque entre les Etats de la zone euro et de dédouaner les politiques de n'avoir pas appliqué les sanctions prévues pour les Etats ne respectant pas les critères de Maastricht. Dès que les marchés ont pris conscience que les Etats les plus vertueux n'accepteraient pas forcément de payer pour les moins vertueux, alors le cours des dettes de ces derniers a fortement baissé et corrélativement les taux ont monté reflétant ainsi le risque de ces dettes. L'efficacité des marchés n'est donc pas forcément un leurre comme certains l'ont écrit¹¹. La croyance en la solidarité des Etats en cas de défaut de l'un d'eux était d'autant plus justifiée qu'il y a certes les textes mais aussi les déclarations publiques. Jacques Delors, un des pères de l'Euro, a ainsi affirmé en février 1995 que "l'UEM signifie par exemple, que l'Union reconnaît les dettes de tous les pays membres de l'UEM"¹². Dans son esprit, il s'agissait bien de la première étape d'un projet d'intégration politique et les marchés ont dès lors bien intégré ce scénario. Pourquoi le leur reprocher ? Remarquons qu'au final les marchés qui anticipaient une solidarité des pays de la zone euro ont quand même eu raison !

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School

Pascal Grandin, Professeur, FFBC-IMMD, Université de Lille

Octobre 2018

¹⁰ Tirole dans « *L'économie du Bien commun* », 2018, PUF rappelle qu'avant la crise, il y a eu 68 violations du pacte de stabilité et de croissance et elles n'ont jamais été sanctionnées. Il souligne aussi qu'en 2003, la France et l'Allemagne étaient déjà concernées.

¹¹ Prüm A., 2013, « *L'Union européenne en crise face au dogme de l'efficacité des marchés financiers* », working paper, Robert Schuman Centre for Advanced Studies, European University Institute.

¹² Voir Bagus P., 2012, « *La tragédie de l'euro* », L'Harmattan.