

L'efficience des marchés financiers

Najlaa Boughzala Mohamed

Université d'Alger 3

Introduction :

L'équilibre d'un marché peut éventuellement résulter d'offres et de demandes émanant d'opérateurs irrationnels et/ou mal informés ou, plus précisément, du fait que l'influence des opérateurs rationnels et informés ne soit pas déterminante. Dans de telles conditions le prix d'équilibre n'incorpore pas nécessairement toutes les informations potentiellement disponibles et joue de manière inefficace son rôle dans l'allocation des ressources. Le concept d'efficience du marché constitue la clef de voûte de l'ensemble de la théorie financière, qui remonte aux années 30.

Après la seconde guerre mondiale, les économistes commencèrent à douter de la validité des méthodes de prévisions des cours boursiers. Ils opposèrent le modèle de la marche aléatoire de ces cours à l'idée selon laquelle les marchés sont caractérisés par des tendances haussières ou baissières ; d'après ce modèle. La variation relative d'un cours pendant une période donnée est une variable aléatoire indépendante de toutes les informations disponibles en début de période. Ce n'est qu'en 1970 qu'une formalisation plus précise due à Paul Samuelson puis à Eugène Fama a donné au concept d'efficience son acceptation actuelle.

-
1. Rolland portait – Patrice Poncet. Finance de marché 4^{ème} édition d'Alloz 2014 p. 09

Définition de la notion d'efficience :

Un marché est dit efficient quand, à chaque instant les prix incorporent toute l'information potentielle et disponible.

L'efficience des marchés financiers est une théorie simple au premier abord mais dont les développements sont complexes. C'est pourquoi la définition de l'efficience n'est pas unique. Elle a évolué au cours du temps, suites aux travaux empiriques réalisés depuis le premier énoncé de la théorie. En effet, certains de ces travaux ont mis en évidence une série de contradictions entre une première définition théorique et relativement rigide, posée par Eugène Fama (1965) et le comportement des marchés financiers.

Une série de réflexions amenée par ces contradictions a conduit un certain nombre d'auteurs, tel Janson (1978), à revenir sur la théorie primaire et à l'amender. C'est toutefois Fama (1965) qui pose la première définition de l'efficience : « un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations conclut chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif.

Sur un marché efficient, dès qu'une information concernant un actif existe, le prix de cet actif est instantanément modifié. Ainsi si l'on considère le marché des actions comme efficient, à l'instant même où le résultat de l'exercice d'une société cotée est connu, le prix des actions de cette entreprise doit instantanément varier de manière à intégrer cette nouvelle informations.

De même, si le marché des échanges est efficient, toute modification du niveau des taux d'intérêt par exemple américains doit coïncider avec une modification des

taux de change du dollar, de manière à ce que les nouveaux taux de change intègrent immédiatement cette nouvelle information. Enfin, si un événement important affecte la solvabilité d'une société ayant émis des obligations, accroissant de ce fait son risque de défaillance, le prix des obligations déjà émises sera instantanément modifié de manière à ce que le nouveau prix intègre le risque supplémentaire de non remboursement.

De plus un même événement peut d'ailleurs affecter simultanément plusieurs marchés cotant différents types d'actifs financiers. Ainsi, si un événement affecte de manière significative le résultat d'une société cotée, cet événement est également susceptible d'affecter sa solvabilité. L'information liée à cet événement va donc affecter à la fois le cours de l'action du titre, le cours des obligations émises par cette société et, mécaniquement, celui des options d'achat ou de vente des actions de l'entreprise.

De plus, s'il s'agit d'un événement politique ou économique susceptible d'affecter plusieurs entreprises simultanément, l'information liée à cet événement va donc faire varier les prix des actifs financiers concernant plusieurs entreprises sur différents marchés financiers.

Les trois formes d'efficience :

Dans le but de réaliser des tests statistiques plus fins, Fama a défini trois formes de l'efficience des marchés financiers, où hypothèses, à partir de l'ancienneté des informations que le prix des actifs est censé intégrer.

En effet, on peut diviser les informations concernant les actifs financiers en trois catégories.

Dans la première catégorie sont regroupées les informations déjà connues et publiées. Il s'agit des comptes publics les années précédentes, des séries de dividendes distribuées, des séries de taux d'intérêt, de charge de croissance etc.. Ces informations ont été intégrées par les opérateurs dans les cours passés des actifs financiers.

Dans la deuxième catégorie peuvent être regroupées les informations disponibles à l'instant même où elles sont rendues publiques : annonce de variation d'un taux d'intérêt, publication de comptes ou annonce de division d'action entrent par exemple dans cette catégorie.

Les informations non encore publiées mais devenues par des personnes privilégiées du fait de leur fonction au sein de l'entreprise, de cabinets d'audit où de conseil où d'organismes réglementaire ou de contrôle appartiennent à la troisième catégorie. Appartiennent également à cette catégorie les informations liées aux bénéfices ou aux chiffres d'affaires d'entreprises lorsque ces informations n'ont pas encore été rendue publiques, mais sont déjà connue des commissaires aux comptes où des dirigeants.

Il peut s'agir également des offres publiques, ou d'échange lorsque ces offres n'ont pas encore été rendues publiques, mais sont déjà connue des dirigeants, des conseillers de l'offreur ou des organismes de contrôle.

Cette division en trois types des informations susceptible de faire varier le prix d'un actif a permis la division des principaux test concernant l'efficience en trois catégories.

La forme faible où hypothèse faible de la théorie de l'efficience prétend qu'il n'est pas possible de tirer partir des informations passées (informations du 1^{er} type) concernant un actif financier pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif.

La forme série forte ou hypothèse semi forte de la théorie de l'efficience prétend qu'il n'est pas possible de tirer parti des informations concernant un actif financier au moment même où ces informations sont rendues publiques (informations du second type) pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif.

La forme forte ou l'hypothèse forte de la théorie de l'efficience prétend qu'il n'est pas possible de tirer partie des informations non publiques concernant un actif financier (information du 3^{ème} type) pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif.

Remarque : les mots faibles, semi forte et forte caractérisait les trois formes de l'efficience sont des termes traduits.

Littéralement de l'anglais :

Ces trois hypothèses d'efficience ont fait l'objet de très nombreuses études sur les plans théoriques et empiriques c'est évidemment la forme forte qui est le plus contestée : non seulement elle paraît réfutée par nombre d'affaires d'initiés qui défrayent régulièrement la chronique, mais encore elle se heurte à des arguments théoriques. Le 1^{er} entre eux est comme sous le nom de «paradoxe de Grassmann et Stieglitz » : si les prix reflétaient à tout instant toute information privilégiée (dont on ne pouvait donc pas tirer parti), il ne serait pas rentable de rechercher ou d'élaborer quelque information coûteuse que ce soit. A la limite, toute information ou étant de fait coûteuse, les prix n'incorporeraient aucune information et aucun équilibre ne pourrait même être atteint ! En fait, cet argument ne va pas au bout de la logique. En effet, l'opérateur qui dispose d'une information privilégiée n'a pas intérêt à la révéler instantanément et complètement par des ordres d'opérations massives qui auraient pour effet de fixer instantanément les prix d'équilibre au niveau de pleine information le frustrant ainsi de tout profit anormal.

L'opérateur informé se doit donc d'agir « avec modération » et, de ce fait, les prix ne révèlent au mieux qu'une partie de l'information privilégiée : logiquement, l'efficience forte ne peut donc prévaloir.

Nous remarquons que l'argument de Grassmann et Stieglitz fragilise également les hypothèses d'efficience semi forte et faible.

En effet, c'est parce que des opérateurs recherchent et traitent l'information disponible et déterminent leur offre/demande en conséquence que cette information est incorporée dans les prix : ce mécanisme s'enraye si les opérateurs ne sont pas incités à rechercher et élaborer ces informations. Une définition alternative de l'efficience permet de sortir de ces arguties logiques : un marché est efficient si l'utilisation de l'information ne permet pas de rendement anormal, compte tenu des coûts d'élaboration et de mise en œuvre de ces dernières.

En outre, une telle définition, plus générale et plus précise que la définition de base, n'exclut pas que les prévisionnistes et analystes puissent jouer un rôle utile (et rémunéré) alors que ces dernières n'ont pas de place dans un marché efficient au sens de la définition de base. Sur le plan empirique les trois hypothèses d'efficience ont fait l'objet de tests fondés sur les principes suivants :

Les tests d'efficience faible cherchent à détecter une éventuelle auto corrélation dans le temps des rendements successifs des titres : une telle auto corrélation, sous certaines conditions, l'hypothèse d'efficience car elle-même permettrait de tirer partie de la connaissance des cours passés pour réaliser des profits.

Les tests d'efficience semi forte tentent de détecter la présence d'éventuels rendements anormalement élevés sur les périodes suivant une bonne nouvelle ou anormalement faible en cas de mauvaises nouvelles de telles anomalies sont incompatibles avec l'efficience semi forte.

Les tests d'efficience forte cherchent à mettre en évidence des rendements anormaux après des décisions importantes concernant le titre considéré mais non rendues publiques (avant l'annonce d'une opération par action, mais après sa décision, par exemple).

L'efficience des marchés :

Le concept d'efficience présente différentes facettes. L'efficience informationnelle, le comportement rationnel des agents et l'efficience fonctionnelle. L'efficience informationnelle implique que les marchés reposent sur l'idée que les cours boursiers suivent une marche aléatoire tandis que l'hypothèse d'efficience fonctionnelle où allocative stipule que les marchés répondent de manière satisfaisante aux besoins de l'économie.

1. L'efficience formationnelle :

Un marché est efficient si toute l'information qui contribue à l'évaluation d'un titre se trouve instantanément intégrée dans le cours.

Ceci signifie que la meilleure prédiction du cours de demain correspond au cours actuel supposé incorporer l'intégralité de l'information disponible, à savoir les conséquences des événements passés et les anticipations sur les événements futurs. Seul un événement imprévisible peut modifier le cours.

Par ailleurs, dans la mesure où les investisseurs sont nombreux et jugés rationnels, on estime qu'aucun d'entre eux n'a la possibilité à lui seul d'influencer les prix. Les investisseurs cherchent à travers leurs transactions à maximiser leur espérance d'utilité : les informations sont donc très vite intégrées dans les prix compte tenu de la concurrence entre les investisseurs.

2. L'efficience fonctionnelle :

L'efficience fonctionnelle stipule que l'épargne se dirige vers les meilleures opportunités d'investissement. Les marchés financiers tiennent une place importante dans l'allocation des ressources.

Ils constituent une source de financement des investissements pour les entreprises. L'existence des marchés apparaît comme essentielle au développement économique. Pourtant, leur utilité est remise en cause lors de périodes dites de bulles spéculatives ou de Krach boursiers, les deux étant intimement liés. Par exemple, la chute des marchés financiers réduit le patrimoine des ménages et par voie de conséquence le niveau de la consommation ce qui au niveau macroéconomique peut conduire à la déflation. En période de hausse, les fusions acquisitions conduisent à des surenchères et par voie de conséquence à des survaleurs injustifiées dans les bilans des sociétés et des lendemains qui déchantent.

Les conditions nécessaires à l'efficience des marchés financiers.

L'hypothèse d'efficience des marchés financiers implique la vérification de cinq conditions essentielles.

1. La rationalité des investisseurs :

Les marchés financiers ne peuvent être efficaces que si les agents économiques agissant sur ce marché sont rationnels ce qui implique deux hypothèses :

- En premier lieu, les agents économiques doivent agir de manière cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent. Ainsi, si les investisseurs anticipent un événement susceptible de faire augmenter le cours d'un titre, ils doivent

l'acheter où le conserver, mais en aucun cas le vendre, au contraire, un événement négatif doit engendrer une décision de vente.

- En second lieu, il fait que, conformément à la théorie économique, les investisseurs cherchent à travers leurs actes d'achat ou de vente à maximiser leur espérance d'utilité : les agents économiques doivent maximiser le gain qu'ils peuvent réaliser pour un niveau de risque donné ou minimiser le risque qu'ils sont amenés à prendre pour un niveau de gain donné.

2. La libre circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs : pour que les prix intègrent instantanément l'ensemble des informations disponibles, il est nécessaire que :

- l'information soit diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques : il ne doit pas y avoir de décalage temporel entre le moment où un agent économique reçoit une information et le moment où un autre agent reçoit la même information. L'analyste financier chevronné et le petit porteur doivent donc recevoir simultanément toutes les informations afférentes aux titres qu'ils détiennent où qu'ils sont susceptible d'acquérir.
- Les agents économiques puissent traiter l'information en temps réel et agir immédiatement sur le marché en fonction de cette information. ces notions de traitement et d'action immédiate sont essentielles et peuvent paraître triviales. En réalité, il n'en n'est rien. La masse d'informations économiques à traiter simultanément est en effet colossale, et il est très complexe de tout traiter de manière simultanée.

C'est pourquoi les opérateurs et les gestionnaires de portefeuilles se focalisent souvent sur l'évolution de certains indicateurs économiques où des données comptable des grandes entreprises. Ceux-ci soit censés résumer

l'évolution de l'ensemble du marché ; En outre, concernant la réponse sous forme d'ordres d'achat ou de vente à une information économique, seuls les professionnels ont la possibilité d'y répondre immédiatement.

3. La gratuité de l'information : tous les agents économiques doivent pouvoir obtenir une information sans que cela engendre pour eux des coûts supplémentaires de gestion. En effet, si l'information à un coût, les agents économiques peuvent parier que le coût de l'information est supérieur à la perte probable engendrée par l'ignorance de cette information. Ils pensent donc pouvoir s'exonérer du suivi des informations financières qui ne pouvaient alors pas être intégrées dans le prix des titres.
4. L'absence de coûts de transaction et d'impôt de bourse : les agents économiques peuvent hésiter à investir ou à désinvestir si des coûts de transaction ou les taxes boursières grèvent ou annulent le gain potentiel réalisable.

En présence de coûts de transaction, l'investisseur, n'agira sur le marché que dans la mesure où le gain espéré est supérieur aux coûts de la transaction. Dans ce cadre, le prix des titres ne reflétera pas instantanément la totalité des informations le concernant.

5. L'atomicité des investisseurs et la liquidité :

Les agents économiques ne sont pas réaliser de transactions sur les titres si ces transactions sont susceptibles, pour des raisons de liquidités, de faire varier le prix des titres. Ainsi même si une information très négative lui est transmise, un investisseur possédant un nombre important de titres ne les mettra pas sur le marché s'il pense qu'indépendamment du prix il ne trouvera pas de contrepartie susceptible d'être intéressée par les titres. De même, il hésitera à vendre ses titres, si simplement, du fait du jeu de l'offre

et de la demande, la simple présentation de ces titres sur le marché provoque une chute des cours.

Or, la plupart de ces conditions ne sont pas réunies sur les marchés financiers modernes. En effet, il est facile de montrer que, sur ces marchés, les investisseurs ne sont pas tous rationnels, l'information ne circule pas parfaitement tandis que les coûts de transaction ne sont pas nuls.

Conclusion :

Un récent sondage réalisé par le site vernimmen.net, révélait que la communauté financière admet l'efficience des marchés. L'absence d'unanimité contribue à expliquer l'existence de différentes techniques de gestion.

On peut admettre aisément cette hypothèse est d'efficience des marchés.

Néanmoins, il ne fait pas nier l'existence de quelques anomalies de marché.

On ne va pas chercher à recenser l'ensemble des petites anomalies et débattre sur les réelles opportunités de profit mais, à titre d'exemple, on peut citer l'existence d'un effet taille. Cette anomalie révèle que les entreprises de taille réduite affichent sur une longue période une rentabilité ajustée du risque supérieure à la rentabilité des grandes capitalisations. A défaut d'y voir l'invalidation de l'hypothèse d'efficience, il faut y voir une opportunité de tirer profit d'un insuffisant traitement de l'information relative à ces sociétés.

L'efficience est surtout mise à mal depuis quelques années par l'émergence de la finance comportementale consacrée par le prix Nobel 2002 attribué à Kahneman et Tversky. Les fondements de cette théorie reposent sur le fait que les cours ne reflètent pas seulement les fondamentaux de la société mais une opinion de

marché. On retrouve en quelque sorte les propos de Vegnes qui affirmait dans la « théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie 1936 » que :

« La plupart des investisseurs et spéculateurs professionnels s'occupent moins de faire des prévisions précises à long terme que de prévoir peu de temps avant le grand public les changements à venir de la base conventionnelle d'évaluation ».

Ceci renvoie au prix de beauté de Keynes où le but n'est pas d'évaluer la plus belle photo mais la photo qui sera désignée comme la plus belle. Est-ce qu'on achète un titre pour sa valeur fondamentale où également pour l'image qu'ont les autres investisseurs de ce titre 2 vaut-il mieux avoir raison tout seul où tort avec le marché ?

Enfin, pour conclure sur cette question d'efficience, il conviendrait également de s'interroger si battre le marché signifie que le marché n'est pas efficient. En effet, on considère que le marché correspond à un indice boursier. Or, rien n'indique que l'indice de marché est un portefeuille efficient.