

Les contre-vérités de l'efficacité des marchés

David Bourghelle et André Orléan

Paru dans *La Tribune* du 29 mars 2011

Dans une tribune au titre évocateur (« fausses vérités sur l'inefficacité des marchés ») parue le 09 février dernier dans ces colonnes, Patrice Poncet et Jocelyn Martel, professeurs de Finance à l'Essec Business School reviennent sur un concept central de la théorie financière moderne : l'efficacité des marchés financiers. Ils rappellent avec justesse que si les marchés sont efficaces, aucune stratégie d'investissement ne permettra à son initiateur de les surperformer sur le long terme, c'est-à-dire de dégager, à niveau de risque donné, un rendement excédentaire sur la base de l'information publique disponible et utile. Par ailleurs, sur un marché efficace, les intervenants pouvant jouir d'informations privées (ou ayant investi dans des technologies leur permettant d'opérer un traitement plus rapide de l'information) seront rémunérés à hauteur de l'effort consenti et n'obtiendront en moyenne aucun excès de rendement net. Tout ceci est parfaitement vrai. Les résultats des études empiriques aboutissent majoritairement à cette conclusion.

Il est pourtant fondamental d'opérer un certain nombre de clarifications. De quelle efficacité parle-t-on exactement ? Nous qualifions celle dont il est question ici d'efficacité technique ou opérationnelle (on ne peut pas « battre le marché » sans avoir à supporter un supplément de risque). La traduction mathématique la plus traditionnelle de cette forme d'efficacité est l'idée de « marche aléatoire » et d'imprévisibilité des variations de prix qu'elle implique. Il est central de la distinguer de l'efficacité informationnelle (toute l'information disponible et utilisée par le marché est contenue dans les prix de telle sorte que ceux-ci constituent le meilleur estimateur possible de la valeur fondamentale des titres) et de l'efficacité allocative (les valorisations boursières fournissent aux agents économiques les bons signaux permettant une allocation optimale des ressources financières).

Aux yeux de nombreux économistes, constater « qu'on ne peut pas battre le marché », au moins sur le long terme, tendrait à prouver que celui-ci présente la propriété essentielle de fournir une estimation de qualité constante de la valeur intrinsèque des actifs échangés. En un mot, efficacité technique, efficacité informationnelle et efficacité allocative seraient vues comme équivalentes. Or. Si l'on peut, en effet, soutenir à bon droit que l'efficacité informationnelle entraîne l'efficacité technique, l'inverse n'a rien d'évident. La théorie standard stipule que la loi de probabilité suivie par la valeur des actifs (et sur laquelle les investisseurs fondent leur prise de décision) est objectivement définie et connue de tous. Pourtant, l'hypothèse selon laquelle existerait une valeur fondamentale objective, définissable *ex ante* sans ambiguïté, et dont le prix serait l'estimateur optimal ne tient pas. On peut, à l'inverse, tout à fait concevoir un marché vérifiant la propriété de marche aléatoire des cours sans pour autant adhérer à l'hypothèse d'objectivité de la valeur. Les marchés peuvent être alors « techniquement » efficaces et, en même temps, être inefficaces sur le plan allocatif et donc incapables de fournir des signaux fiables pour l'investissement productif.

Parce qu'ils sont confrontés la plupart du temps à une incertitude radicale sur l'avenir, les marchés ne sont pas en mesure d'évaluer en toute objectivité un futur par nature indéterminé. De fait, les investisseurs qui y interviennent ne peuvent au mieux que questionner des hypothèses et tenter d'envisager des trajectoires possibles de l'économie, des scénarii sur les résultats futurs d'entreprises ou, par exemple, le degré de soutenabilité des dettes souveraines. La vision dominante du futur qui finit par émerger sur la base des interactions croisées entre investisseurs se dévoile au travers de la trajectoire boursière. Cette représentation collective de l'avenir devient alors, par auto-validation, le scénario de référence à l'aune duquel les nouvelles informations sont évaluées. Elle souffre pourtant d'une fragilité intrinsèque : la base conventionnelle d'évaluation qui la sous-tend est susceptible de s'affaiblir à tout moment. En ce sens, loin d'être des estimateurs sans biais de valeurs fondamentales incalculables avec un degré de précision raisonnable, les valorisations de marché ne font au mieux que traduire un scénario reposant sur une représentation dominante de l'avenir par nature instable car soumise à la versatilité du jugement collectif.

Qu'en est-il, dans ces conditions, de la capacité des marchés à garantir une allocation optimale des ressources financières ? Les épisodes de bulles spéculatives sont certes parfaitement compatibles avec l'efficacité technique (même durant ces périodes, on ne peut pas dégager d'excès de rendement sur la base de l'ensemble de l'information connue et effectivement utilisée par le marché). Pour autant, les crises -ces dégagements collectifs brutaux qui résultent des retournements de l'opinion majoritaire- ne peuvent en aucun cas être (exclusivement) assimilées à des « phénomènes naturels » provoqués par de nouvelles informations et/ou des chocs économiques exogènes. Ce ne sont pas non plus de simples « accidents » de parcours, fruits de l'irrationalité momentanée des investisseurs. Elles sont en fait le signe manifeste de l'inefficacité allocative des marchés financiers, tant le gâchis en capital et les conséquences économiques et sociales qu'elles provoquent à chaque fois sont désastreux pour la collectivité.

A cet égard, même s'il est juste d'affirmer qu'il est difficile voire impossible de prévoir les crises financières, peut-on sérieusement prétendre que la bulle spéculative de l'immobilier américain -et la crise des *subprimes* qui s'est ensuivie- sont sans rapport direct ou indirect avec l'éclatement de la bulle technologique quelques années plus tôt ? L'Economie américaine n'a-t-elle pas échappé au marasme qui devait inéluctablement résulter de la crise internet qu'à la faveur d'une croissance économique artificiellement dopée par la bulle du crédit et les techniques bancaires de défausse du risque qui l'ont stimulée ?

Evaluer l'efficacité d'un mécanisme d'allocation de l'épargne à l'aune d'un critère aussi limité et dénué d'intérêt pour les collectifs humains que l'efficacité technique aboutit là aussi à une fausse vérité. En effet, ça n'est pas parce que les investisseurs sont incapables de « battre le marché » que ce dernier offre une garantie d'affectation et d'utilisation efficace des ressources financières si indispensables au développement économique. Cet amalgame entre efficacité technique et efficacité allocative est préjudiciable à la bonne compréhension du fonctionnement des marchés financiers et au rôle important que l'on devrait légitimement pouvoir leur attribuer. Il empêche les théoriciens de la finance de réfléchir à un cadre conceptuel cessant enfin de croire aux hypothétiques vertus autorégulatrices des marchés. Il dispense aussi les régulateurs de concevoir des réglementations sérieuses de la sphère financière et un contrôle strict de la liquidité boursière, pourtant nécessaires si l'on veut que les marchés puissent à nouveau contribuer efficacement au financement de l'économie.

David BOURGHELLE, Enseignant Chercheur à l'PIAE de Lille
André ORLEAN, Directeur d'Etudes à l'PEHESS