

Efficiences des marchés : pourquoi les singes sont-ils aussi bons que les banquiers ?



Les singes ne font pas moins bien que les banquiers quand il s'agit d'investir en bourse. Une expérience allant dans le sens de l'efficience des marchés financiers !

Avec Acrithène

Peut-être avez-vous entendu parler de ces expériences consistant à comparer les performances d'investissements de banquiers et celles de singes. Le *Wall Street Journal* avait mené ces expériences tout au long des années 1990 et avait montré que **des singes lançant des fléchettes n'étaient pas significativement moins bons que des analystes financiers dans leurs choix d'investissement.**

Sans surprise, l'homme de la rue en a déduit que les analystes financiers étaient particulièrement incompetents, qu'ils n'étaient que des charlatans. Et cela flatte l'opinion que se fait monsieur tout le monde des marchés financiers, instables et fondamentalement irrationnels. Cette interprétation est totalement erronée.

L'expérience avait été suggérée par Burton Malkiel (Princeton) dans son livre *A Random Walk Down Wall Street*, où il écrivait :

"Un singe aux yeux bandés, lançant des fléchettes sur les pages d'un journal financier, composerait un portefeuille d'investissement tout aussi performant que ne le feraient des experts."

Ce défi aux banquiers n'est pas celui d'un "indigné" voulant dénoncer le comportement de *Wall Street*, mais tout au contraire celui d'un des principaux défenseurs d'une très vilaine théorie : "les marchés efficients". Paradoxe ? Comment peut-on à la fois prétendre que les marchés financiers sont efficients et prévoir que des singes feraient aussi bien que des analystes financiers, c'est-à-dire que les gens qui guident les marchés ?

Ce que l'efficience des marchés n'est pas

Beaucoup de gens ne comprennent pas ce qu'est l'hypothèse d'efficience des marchés. Cela vient des sophistes qui accusent les économistes de croire que les marchés valorisent les actifs (actions, obligations, ...) à leur véritable valeur. Si c'était le cas, il n'y aurait

jamais de krach boursier, vu que le krach boursier dérive d'une correction brutale de la valorisation d'actifs financiers largement surévalués. Or, depuis 1637 et l'[écroulement du prix des tulipes](#) à la bourse d'Amsterdam, les krachs boursiers sont assez fréquents. Ce qui démontre qu'Eugene Fama, le principal promoteur de cette théorie, et ses disciples sont des ignares profonds. D'une certaine manière, cela discrédite tout autant les principaux opposants de cette théorie : s'ils s'attardent autant à la critiquer, c'est qu'ils n'ont semble-t-il pas compris l'évidence de son ineptie.

Ce que dit vraiment l'hypothèse d'efficacité des marchés

En vérité, la théorie des marchés efficients énonce que les marchés évaluent correctement les actifs financiers **au regard des informations publiques disponibles***. Les variations de prix ne reflètent donc que la rémunération du temps, du risque et bien sûr l'arrivée de nouvelles informations.

Les prévisions testables de la théorie

D'après Karl Popper, une théorie est scientifique, si elle est [falsifiable](#). C'est-à-dire si, en supposant qu'elle soit fautive, il est possible de concevoir une expérience qui la réfuterait. Une autre formulation, serait de dire que la théorie propose des prévisions qui, si elles ne sont pas vérifiées, permettront de la réfuter. Or la théorie des marchés efficients a toute une série de conséquences observables et testables :

- Si les actifs sont correctement valorisés au regard des informations disponibles, je ne ferai pas d'erreur en les achetant à l'aveugle. Mes gains ou mes pertes ne dériveront que de la bonne ou de la mauvaise fortune.
- Toutes les informations disponibles étant déjà dans le prix, ce dernier ne changera que selon la révélation d'informations aujourd'hui inconnues. Les prix suivent donc, corrigés de la rémunération du temps et du risque, des mouvements aléatoires.
- A contrario, si certaines informations sont mal reflétées dans le prix, il existe des opportunités de profit. Il suffit de spéculer à la baisse sur ce qui est surévalué, et à la hausse sur ce qui est sous-évalué. Donc, la théorie prévoit qu'aucun investisseur ne peut battre le marché, si ce n'est par chance ou par accès à des informations privilégiées (ce que la loi interdit).

Lorsque quelqu'un vous affirme de manière péremptoire que les marchés ne sont pas efficients, ne négligez jamais de lui rappeler la conséquence du point (3) et de lui demander, pourquoi, s'il est si simple pour lui d'observer des erreurs de valorisation sur le marché, n'est-il pas immensément riche ?

La résistance de la théorie à l'épreuve des faits : l'expérience des singes

Dans l'expérience du *Wall Street Journal*, il y a en fait trois groupes. Les singes, les analystes financiers observés, mais aussi les tous les gens qui sur les marchés font la variation du cours des sociétés.

Les singes constituent l'échantillon de contrôle. **Ce qui est testé, c'est la capacité des analystes financiers à détecter des erreurs de valorisation sur le marché, et à en profiter pour réaliser des plus-values. C'est cette capacité cognitive qui est censée leur donner un avantage sur le singe.**

La théorie des marchés efficients prévoit qu'il n'y a pas d'erreur de valorisation sur le marché. Donc, a fortiori, l'avantage cognitif des analystes financiers sur les singes devrait être d'aucune utilité. C'est la raison pour laquelle les analystes financiers ne font pas mieux que les singes.

Les krachs boursiers

Comme expliqué plus haut, la théorie d'efficacité des marchés est équivalente à l'hypothèse de mouvement aléatoire des prix. Dans cette formulation, on peut d'ailleurs en attribuer la paternité à Louis Bachelier, un mathématicien français, en 1900. L'hypothèse de mouvement aléatoire inclut évidemment la possibilité de mouvements très amples, et donc des krachs. Ces derniers ne sont donc pas en soi, des réfutations de la théorie.

La performance des gestionnaires d'actifs

C'est le point qui concentre le plus d'attention des statisticiens cherchant à confirmer ou réfuter la théorie. Si les actifs financiers sont mal valorisés au regard des informations disponibles, il existe des opportunités de « battre » le marché en vendant les actifs survalorisés et en achetant les actifs sous-valorisés.

Vu la régulation financière, il existe une quantité incommensurable de données sur les performances des gestionnaires d'actifs. Grâce à ces données, on peut estimer leur capacité à "battre" le marché. On peut résumer ce genre de tests à une forme naïve, et une plus intelligente.

La forme naïve consiste à dénombrer le nombre de fonds d'investissements qui surperforment le marché. Or la vaste majorité d'entre eux ont des performances inférieures à leur indice boursier de référence. Autrement dit, les investisseurs obtiendraient un meilleur rendement en reproduisant l'indice sans réfléchir (ce qu'on appelle la « gestion passive ») plutôt qu'en réfléchissant à quelles actions acheter. Le graphique suivant récapitule le pourcentage de fonds d'investissements battus par les indices sur la période 1992-2002 (Malkiel, 2003)

Fonds3

Ce test ne prouve pas grand-chose. En effet, il reste toujours ceux qui ont fait mieux que le marché, et qui sont une provocation à l'égard de son efficience. Cependant, pour tester s'ils doivent leur fortune à la chance ou à la détection de défaillances du marché, il suffit de regarder s'il existe une persistance dans la réussite, c'est-à-dire si les performances sur une période se reproduisent à la période suivante. Si le fait d'avoir réussi hier est corrélé au fait de réussir aujourd'hui.

La littérature récente sur le sujet est assez partagée. Un vrai souci est qu'il est difficile d'observer *a posteriori* les risques pris ne s'étant pas concrétisés. **Cependant, le fait que la littérature soit partagée, indique clairement que la capacité qu'auraient certains investisseurs à faire mieux que le marché se joue largement à la marge.** Autrement dit, c'est plus le degré de perfection, la nuance, qui est discuté que le principe général.

Le graphique suivant présente le destin des fonds américains ayant survécu de 1970 à 2001. Sur 355 fonds à l'origine, 158 ont survécu les trente années. Et sur ces 158 fonds, seuls 5 ont eu une performance moyenne sensiblement supérieure au marché.

Fonds2

L'existence des gestionnaires d'actifs

La faible performance des gestionnaires d'actifs ne doit absolument pas conduire à conclure à leur stupidité ou à leur inutilité. L'efficience des marchés repose sur leur intelligence, et si les singes peuvent battre les banquiers dans l'expérience du *Wall Street Journal*, c'est parce qu'ils achètent aveuglément au prix du marché, qui est déterminé par la communauté financière. Via les fléchettes, les singes ont une confiance absolue envers la communauté financière.

Autrement dit, l'incapacité d'un gestionnaire d'actifs à dégager une marge vient de l'intelligence de l'ensemble des autres gestionnaires. La compétition détruit les profits, un résultat des plus classiques de la théorie économique.

Si demain, il n'y avait presque que des singes, peut-être que Dexia vaudrait plus qu'Apple en bourse, et alors le seul humain présent pourrait faire fortune grâce à l'inefficience des marchés.

Les enseignements de la théorie

La théorie des marchés efficients n'est pas une théorie des marchés parfaits. C'est une théorie qui attribue l'imperfection des marchés à l'imperfection des informations disponibles. Elle identifie donc la principale source d'amélioration du fonctionnement des marchés comme étant l'amélioration des informations disponibles. En particulier, elle implique que les marchés financiers ne peuvent fonctionner correctement que dans la mesure où la politique publique est la moins discrétionnaire possible. Ainsi peut-elle imputer la crise des *subprimes* à la capacité d'un homme à jouer avec la politique monétaire. Les marchés n'étaient pas dans la tête d'Alan Greenspan, ils ne pouvaient donc prévoir les variations brutales de la politique monétaire, montrées dans le graphique suivant.

Fed Rate



La « pensée » du marché devrait en revanche servir d'élément de contrôle des politiques publiques. Les prix de marché révèlent de manière synthétique une estimation pertinente des aléas et des risques. Pour prendre un exemple un peu choc et polémique, Tepco n'assurait plus la centrale de Fukushima depuis août 2010, le prix de l'assurance, qui n'est rien d'autre que le corollaire de l'évaluation du risque par le marché, étant trop élevée ! Les marchés de l'assurance sont donc de bon conseil, d'après eux la centrale aurait du fermer !

Et enfin, si vous voulez investir en bourse, la théorie vous invite à choisir des produits financiers dont la rentabilité est indexée au marché, et non à des fonds d'investissements sélectionnant des actions particulières.

Cet article a également été publié sur [le blog d'Acritène](#)

*J'évoque dans l'article la forme dite faible d'efficience. Dans la forme forte, même les informations privées sont dans les cours.