



DE LA THÉORIE À LA PRATIQUE

Est-il vraiment important que les marchés soient efficaces ?

L'efficacité des marchés, qui n'était au début qu'une hypothèse émise par Eugene Fama [1], s'est affirmée au fil des années comme une théorie sur laquelle se fonde la finance moderne. La crise de 2008 l'a profondément remise en cause... ce qui n'a pas empêché les marchés, durant la crise, de remplir leurs fonctions essentielles : financer l'économie et assurer l'épargne des investisseurs finaux. Quelle importance, alors, accorder à cette théorie ?



ALFRED GALICHON

Professeur
École polytechnique



PHILIPPE TIBI

Président
AMAFI
Professeur
École polytechnique
Président
UBS en France

L'efficacité des marchés est une question théorique majeure dont la validité a été questionnée par la crise de 2007. On peut traduire l'expression anglaise « *efficient markets* » par « marchés efficaces » ou « marchés efficaces ». Or, la distinction entre ces deux traductions ne relève pas uniquement de la nuance sémantique, ou de la chasse aux anglicismes. Le terme « efficace » employé au plus près du sens de l'expression anglaise suppose un marché :

- rationnel ;
- incorporant toute l'information disponible ;
- impossible à battre.

« Efficace » ne signifie pas la même chose qu'« efficace », qui évoque un marché en état de marche, apportant des solutions, résolvant rapidement des problèmes – et dont la traduction anglaise serait « *operational* ».

Aussi dogmatique que certains puissent la considérer aujourd'hui, la théorie de l'efficacité des marchés fut initialement formulée comme une hypothèse : l'« *efficient market hypothesis* » (EMH). Celle-ci est particulièrement importante dans la construction de la finance moderne car, d'une part, elle a joué un rôle structurant dans le développement du secteur financier des trente dernières années et, d'autre part, tous les acteurs des marchés financiers l'intègrent dans leurs outils de prise de décision. Si les marchés ne sont pas efficaces, faut-il remettre en question les conséquences scientifiques et politico-économiques tirées de la théorie ?

D'un point de vue scientifique d'abord, l'EMH est en effet l'une des pierres de touche d'une industrie financière dont l'utilité économique et sociale est de financer l'économie et de gérer l'épargne (et donc d'assurer certains risques sociaux) des individus. Si l'EMH n'est pas valide, la science économique ne doit-elle pas, comme elle l'a fait dans les précédentes crises majeures, remettre en cause ses fondements théoriques et explorer de nouvelles voies ?

D'un point de vue politique, l'EMH fait partie du faisceau d'arguments qui justifient le laissez-faire économique : si les prix des actifs sont de « bons » prix, si la « main invisible » fait son office et alloue les ressources de façon optimale, alors la vocation de l'État n'est pas de jouer un rôle par construction inutile, voire nuisible, d'encadrement de l'économie, par les règles, les incitations et les prix. Ceci suppose que les marchés « efficaces » sont « efficaces » pour allouer les ressources. Pour prendre une analogie osée avec la physique, une théorie « juste » est en général « efficace ». La relativité générale, qui n'a pas été invalidée durant près d'un siècle et peut donc être considérée comme « juste » jusqu'à preuve du contraire, est « efficace » car elle permet d'écrire justement les équations qui assurent le bon fonctionnement de certains systèmes, pour lesquels la mécanique newtonienne ne suffit pas, comme les GPS, par exemple.

Les deux notions ne se superposent pourtant pas tout à fait. Pour continuer l'analogie avec la physique, une théorie imparfaite, voire inexacte, peut donner des résultats parfaitement acceptables pour l'utilisation qu'on en fait : c'est le cas de la mécanique newtonienne, dépassée par la physique quantique, mais qui suffit parfaitement à de nombreuses applications pratiques, pour lesquelles elle est « efficace ». Ainsi, sans être forcément « efficaces », les marchés pourraient être « efficaces » au regard de leur fonction sociétale.

L'objectif de cet article est d'éclairer ces deux notions et de poser les termes objectifs d'un débat miné par ses connotations idéologiques, et dont la crise née en 2007 souligne encore l'actualité.

I. LE DÉBAT

UNE ÉTAPE CLEF DANS LA GÉNÉALOGIE DE LA FINANCE MODERNE

La théorie des marchés efficaces a été formulée, sous forme d'une « hypothèse », pour la première fois en 1970 par Eugene Fama [1] de l'Université de Chicago. Selon cette théorie, toute information est reflétée dans le prix d'un actif, qui n'est autre que la somme actualisée des *cash flows* attendus. La meilleure prédiction qu'on puisse faire à propos du prix futur d'un actif est son prix de marché présent : il n'y a pas d'« opportunités d'arbitrage ». Toutefois, les interprétations de la notion fluctuent. Dans une conférence datant de 1984, James

Tobin [2] distingue quatre formes possibles d'efficience des marchés : d'une notion purement technique (*arbitrage efficiency* : il n'y a pas d'opportunités d'arbitrage) à une notion d'économie politique (*functional efficiency* : les marchés remplissent efficacement certains rôles pour les individus, c'est cette notion que nous traduisons ici par « efficacité »), en passant par deux notions intermédiaires : *fundamental valuation efficiency*, qui signifie que les prix de marché sont justes, et *full insurance efficiency*, qui signifie que les marchés sont complets (c'est-à-dire qu'il est possible de s'assurer contre tous les risques).

Aussi dogmatique que certains puissent la considérer aujourd'hui, la théorie de l'efficience des marchés fut initialement formulée comme une hypothèse : l'efficient market hypothesis.

L'EMH joue un rôle très particulier dans la généalogie de la finance moderne. La boîte à outils des financiers contemporains (directeurs financiers, analystes, investisseurs) a été constituée à partir de ses fondements intellectuels, qui, pour citer John Cochrane [3], ont transformé la finance « d'une collection d'anecdotes en science ». On peut ainsi citer parmi la descendance de l'EMH et du modèle CAPM la gestion indiciaire, la valorisation des options, la théorie des *stock-options*, etc.

UNE HYPOTHÈSE DEVENUE THÉORIE DOMINANTE

Jusqu'à ces dernières années, l'EMH semblait d'une robustesse considérable, tant théoriquement qu'empiriquement. Théoriquement tout d'abord, car accepter que l'EMH était invalide revenait à supposer les investisseurs non rationnels, ce que les économistes en général répugnent à faire, sauf pour une minorité d'entre eux qui pratiquent l'économie dite « comportementale ». Et empiriquement, car de nombreux travaux économétriques la valident. Ainsi, Michael Jensen écrivait en 1978 dans une introduction à

[1] Eugene Fama, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, 1970. NB : Les travaux du Français Louis Bachelier au début du XX^e siècle supposaient implicitement l'EMH (*Théorie de la spéculation*, Gauthier Villars, 1900).

[2] James Tobin, « On the Efficiency of the Financial System », *Lloyds Bank Review*, 1984.

[3] John Cochrane, « Efficient market today », *Conference on Chicago Economics*, 10 novembre 2007.



un numéro du *Journal of Financial Economics* [4] entièrement consacré à la validation empirique de cette hypothèse, que « peu de propositions en économie ont des fondements empiriques plus solides que l'hypothèse de l'efficacité des marchés ». Les circonstances de la dernière crise de marché allaient cependant remettre en question les prémisses de la théorie.

APRÈS LA CRISE DE 2008, UN DÉBAT VIGOUREUX...

Dans un article célèbre [5], Krugman impute à la finance « moderne » une responsabilité dans la crise de 2008. Selon lui – la popularité de ce point de vue ayant cru fortement au cours des deux dernières années –, les économistes « mainstream » majoritaires n'ont rien vu venir car ils ont été désarmés par leur croyance dans l'EMH, les théories mathématiques élégantes qu'elle a permis de formuler, et aussi par un confort intellectuel et matériel qui les a fait épouser les intérêts des puissances financières. La confiance excessive des écono-

« La croyance en l'avènement d'une ère de la « grande modération » qui serait marquée par la maîtrise durable de la volatilité est comparable à certains égards à la croyance en la « fin de l'histoire » »

mistes en leurs outils et en leurs modèles les a conduits à penser que les chocs macroéconomiques et financiers (et les récessions au premier chef) pouvaient être maîtrisés. Ainsi, la croyance en l'avènement d'une ère de la « grande modération » qui serait marquée par la maîtrise durable de la volatilité est caractéristique de cette attitude, et comparable à certains égards à la croyance en la « fin de l'histoire ».

Mais le camp adverse n'est pas excessivement troublé par la crise. Ainsi, pour Eugene Fama, la crise provient au contraire de ce que l'EMH n'a pas été prise suffisamment au sérieux : « *If banks and investment banks took market efficiency more seriously, they might have avoided lots of their recent problems* [6]. »

Cochrane a, de son côté, vigoureusement répondu aux

[4] Michael Jensen, « Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, n° 2/3, 1978.

[5] Paul Krugman, « How Did Economists Get It So Wrong? », *New York Times*, 6 septembre 2009.

[6] Q & A, « Is Market Efficiency the Culprit? », Fama/French Forum, 4 novembre 2009.

assertions les plus « politiques » de Krugman [7] : « *The case for free markets never was that markets are perfect. The case for free markets is that government control of markets, especially asset markets, has always been much worse. Free markets are the worst system ever devised – except for all of the others.* » Mais il concède [8] que l'EMH demeure inachevée. Il reste ferme sur l'aspect informationnel de la théorie, mais admet qu'il faut expliquer pourquoi les cours varient en l'absence d'information nouvelle. Il reconnaît que la notion de prime de risque n'a pas été l'objet d'une attention suffisante, alors qu'elle a pourtant été implicitement présente dans le calcul d'actualisation nécessaire pour déterminer la valeur théorique d'un actif (la somme actualisée des cash flows attendus) et qu'un nouveau champ de recherche doit s'ouvrir sur cet aspect et sur une meilleure compréhension des relations entre volumes de trading et prix. Il faut dire qu'expliquer les anomalies observées dans la vie réelle par une variable d'ajustement mal connue ne constitue pas nécessairement une avancée majeure...

...MAIS SOUVENT CONFUS

Le débat sur les marchés efficients est souvent rendu confus par le fait que l'EMH recouvre des formes plus ou moins fortes, comme les quatre sous-variétés dégagées par Tobin évoquées plus haut. Les mêmes faits empiriques peuvent apparaître en violation de formes fortes de l'EMH, mais ne pas en contredire des formes plus faibles. Ainsi, l'existence de bulles, en soi, ne contredit pas l'EMH dans sa forme « Absence d'opportunités d'arbitrage ». Les bulles ont toujours existé, avant même que la question de l'efficacité des marchés ne soit posée ; et comme, par définition, elles éclatent un jour, les bulles ne sont pas incompatibles avec l'absence d'opportunité d'arbitrage. En revanche, elles contredisent l'EMH dans sa forme « juste prix » ; en effet, elles donnent lieu à des prix aberrants et déconnectés de leur valeur fondamentale (estimée comme la somme des flux actualisés attendus de l'actif échangé).

La forte volatilité observée ces dernières années ne contredit pas non plus l'EMH dans sa forme « arbitrage », pas plus qu'elle ne le fait dans sa forme « juste prix » : en effet, les prix peuvent osciller fortement autour de leur valeur fondamentale. Comme le dit John Cochrane : « Rien dans la notion d'efficacité ne suppose la stabilité. » En revanche, si on prend l'EMH sous sa forme la plus forte (efficacité), trop de volatilité enlève aux marchés une partie de leur efficacité comme vecteur de l'épargne pour les ménages, ou comme source de financement pour les entreprises, car un marché trop volatil n'est pas une solution pratique, ni

[7] John Cochrane, « How Did Paul Krugman Get It So Wrong? », 16 septembre 2009.

[8] John Cochrane, « Efficient market today », conférence on Chicago economics, 10 novembre 2007.

crédible, pour épargner ou pour se financer. Il convient donc de s'entendre sur les termes du débat. Nous nous intéresserons donc, d'une part, à la « *fundamental valuation efficiency* » qui postule que les prix du marché sont égaux à leur valeur fondamentale – que nous traduisons par « *efficience des marchés* » et, d'autre part, à la « *functional efficiency* », qui suppose que les marchés remplissent efficacement un certain nombre de fonctions sociétales, que nous traduisons par « *efficacité des marchés* ».

II. L'EFFICIENCE DES MARCHÉS : UNE HYPOTHÈSE À ENTERRER ?

UNE DOUBLE FAILLE

Nous souhaitons montrer ici que l'efficience des marchés, c'est-à-dire l'EMH sous sa forme la « *fundamental valuation efficiency* », souffre d'une double faille en postulant que les prix du marché sont égaux à la valeur fondamentale. Faiblesse face aux faits, car elle est contredite par l'existence des crises ; faiblesse théorique car elle est intrinsèquement paradoxale, puisqu'elle suppose l'existence de l'industrie financière tout en en prédisant la disparition.

■ Première faille : la théorie face aux faits

L'observation des trois dernières crises de marché démontre les limites de la théorie de l'efficience des marchés. La chute du fond spéculatif LTCM en 1998 à la suite de la crise des emprunts d'État russes a mis en évidence trois facteurs perturbant la stratégie de ce fonds, qui visait précisément à parier sur le retour à l'équilibre de prix relatifs ayant divergé à la suite d'inefficiences temporaires de marché (stratégies de *relative value*) : la liquidité, le nombre restreint des participants, et les interactions stratégiques entre ces participants, les uns prenant des positions contre les autres.

La bulle des valeurs liées à Internet a donné lieu à des évaluations aberrantes, relevant du comportement mimétique des investisseurs et de l'effet de mode.

Enfin, la crise des *subprimes* a mis en avant le rôle de l'information et des modèles, car de nombreux actifs ont été durablement évalués par le marché à des prix aberrants reflétant des informations fausses, des hypothèses infondées sur l'évolution et la corrélation des prix de l'immobilier. Cette crise a été aggravée par la concentration « systémique » de ces actifs dans des banques tenues de respecter en permanence des ratios réglementaires. La notion de *fair value* n'a ainsi pas de sens lorsque des ventes forcées d'actifs bradés par certaines institutions en ont contraint d'autres à déprécier

leur bilan, les conduisant à leur tour à d'autres ventes forcées, dans un enchaînement systémique néfaste.

Notons cependant que, dans ces trois crises, le paradigme d'absence d'opportunité d'arbitrage, « *no free lunch* », a été respecté. Mais au-delà, on touche à la limite de la théorie. Celle-ci permet de bâtir des modèles : tout étudiant sait que la qualité d'un modèle ne peut être meilleure que celle des données qui l'alimentent, et qu'une théorie est souvent bâtie sur des conditions implicites ou explicites dont la non-existence ruine sa mise en œuvre pratique.

LTCM démontre que la condition de liquidité est essentielle, de même que celle de diversité et d'indépendance, ou au moins de non-coalition des acteurs. Internet, et les bulles dues à la croyance en des ruptures technologiques et commerciales (chemin de fer, électricité...) témoignent de l'imperfection d'une théorie ignorant la propension à sous-estimer le délai d'adoption généralisée des innovations, le mimétisme des acteurs financiers et sociaux et leur instinct grégaire. La crise des *subprimes* reflète l'échec de modèles alimentés par des informations fausses et une hypothèse explicite selon laquelle les comportements immobiliers passés fournissaient une base statistique fiable pour « *probabiliser* » des scénarios futurs.

■ Deuxième faille : les paradoxes de la théorie

La deuxième faiblesse de l'efficience des marchés est théorique : la théorie, qui suppose l'existence de l'in-

« La condition de liquidité est essentielle, de même que celle de diversité et d'indépendance, ou au moins de non coalition des acteurs. »

dustrie financière (pour rendre les marchés efficients, il faut une industrie financière), en prédit la disparition (si les marchés sont efficients, la rente associée à un avantage comparatif sur les marchés disparaît, de même que les emplois de ceux qui travaillent à créer ces avantages comparatifs).

Le développement de l'industrie de gestion d'actifs s'est en effet conjugué avec celui des théories financières modernes. Il a certes bénéficié d'une coïncidence historique (la reconstruction consécutive à la Seconde Guerre mondiale, l'adaptation aux besoins des *baby boomers*) mais il a aussi profité de la mise à



disposition d'outils crédibles permettant de proposer une chaîne d'instruments financiers et d'outils de transformation et d'échange du risque destinés à des agents économiques, entreprises et ménages ayant des objectifs précis.

Ce très important développement – l'industrie de la gestion d'actifs gère environ 50 000 milliards de dollars dans le monde, soit un montant très proche de celui du PIB mondial ; les montants investis par les fonds de pension sont supérieurs à 30 000 milliards USD – est cependant paradoxal. La théorie énonce qu'un investisseur ne peut pas « battre le marché » et que la meilleure stratégie d'investissement est d'acheter le portefeuille de marché (le portefeuille pondéré des actifs). Un observateur candide en déduirait que l'investissement dans des portefeuilles

sionnels de marché accordent parfois aux prix de marché une confiance supérieure à celle dont ils créditent leurs propres convictions : d'où une certaine déconnexion entre la valeur et le prix en raison de phénomènes mimétiques observés lors des bulles. Cela est lié à la résolution du paradoxe de la gestion d'actifs : elle existe, mais à la marge, pour corriger des imperfections de marché minimales – en effet, personne n'a raison contre le marché. La gestion d'actifs n'est donc pas structurée pour résister à des écarts systématiques de prix par rapport aux valeurs fondamentales.

III. DES MARCHÉS EFFICACES

L'EMH A STRUCTURÉ LE SYSTÈME FINANCIER ACTUEL

Avec le CAPM et la formule de Black and Scholes, l'EMH est le fondement théorique de développements ultérieurs qui ont également contribué significativement au développement de l'industrie de la gestion de portefeuilles et celle des produits dérivés. Elle a conduit, en soi, à l'essor de l'industrie de la gestion indicielle (soit 10 à 15 % des encours mondiaux), sans même évoquer plus en détail le rôle prépondérant de la gestion « benchmarkée » autour des indices.

Mais l'EMH a également donné un langage à la finance moderne : des notions issues de l'EMH – telles que, par exemple, le « beta » d'un actif, le « delta » d'une stratégie – forment un langage de communication entre les entreprises et les gérants de fonds, de même qu'entre les gérants et les investisseurs finaux. Elle sert également au régulateur, puisque la définition même du délit d'initié est déduite des concepts de l'EMH, tandis que sa répression vise, entre autres, à la garantir.

Elle est également intégrée à l'élaboration des comptes de l'entreprise, puisque les normes comptables américaines et internationales imposent la comptabilisation d'éléments du bilan des entreprises à la valeur de marché, supposée être une mesure de qualité supérieure à celle de la valeur comptable.

Enfin, le prisme de l'EMH a permis de détecter des tendances et des biais d'investisseurs : les travaux de Fama et French ont permis d'identifier un biais des investisseurs lié à la taille des entreprises [9] ; d'autres travaux ont mis en évidence l'existence d'une prime anormale de risque sur les marchés action (equity premium puzzle [10])

« L'efficient market hypothesis a conduit à l'essor de l'industrie de la gestion indicielle, sans même évoquer le rôle prépondérant de la gestion « benchmarkée » autour des indices. »

de fonds indiciels est la stratégie la plus rationnelle. Un professionnel de la finance en déduirait qu'il est vain de vouloir créer des produits financiers ayant pour objectif de battre le marché. Or, l'industrie existe et elle est forte, de ses encours, de la très importante qualification académique de ses professionnels et des stratégies multiples développées par les sociétés de gestion : il s'agit d'une démonstration par l'absurde que la quasi-totalité des professionnels, dont le niveau d'éducation n'a cessé de s'élever depuis trente ans, et normalement formés par les théories dominantes, estiment que ce cadre théorique n'a en réalité pas de valeur pratique, puisque les plus intelligents d'entre eux « battent le marché ».

Cela doit donner à penser, même si des biais sérieux vicient, en pratique, la pure application de la théorie à la réalité : fiscalité et autres biais politiques, réalité de l'asymétrie d'information, biais nationaux et comportementaux, limitation des univers d'investissement par les indices, règles prudentielles, liberté d'accès à l'ensemble des actifs théoriques, coûts de transaction.

DEUX FAILLES ÉTROITEMENT LIÉES

En conclusion, les deux faiblesses du paradigme de l'efficacité des marchés semblent en fait étroitement liées. L'existence de bulles vient de ce que les profes-

[9] E.F. Fama et K.R. French, « Size and Book to Market Factors in Earnings and Returns », *Journal of finance*, 50, 1995, pp.131-135.

[10] Rajnish Mehra et E.C. Prescott, « The Equity Premium: A Puzzle », *Journal of monetary economics*, 15 (2), 1985, pp.145-161.

ou le biais des investisseurs en faveur des actions de leur propre pays (*home bias puzzle* [11]).

DES MARCHÉS TOUJOURS EFFICACES MALGRÉ LA CRISE

La crise actuelle a suscité un renouveau des critiques traditionnelles émises à l'encontre des marchés. Recentrons-nous donc sur une question pratique : durant la crise, les marchés ont-ils rempli leurs fonctions essentielles, c'est-à-dire financer l'économie et assurer l'épargne des investisseurs finaux, c'est-à-dire des ménages ?

La réponse à la première question est évidente : les marchés de financement des entreprises ont fonctionné correctement pendant la crise. Ceux-ci ont en effet financé les grandes entreprises (avec un doublement des émissions de titres en France en 2009 par rapport à 2008, par exemple) alors que le système bancaire éprouvait la difficulté de devoir simultanément honorer ses engagements passés à leur égard et régler ses problèmes de fonds propres, parfois au prix de nationalisations partielles.

La question de l'épargne est plus difficile à analyser, car l'analyse de la performance d'un actif ressort du temps long, et non de la détermination de bornes temporelles choisies en fonction du résultat souhaité. Durant la crise, l'économie, les institutions financières et les salariés victimes du chômage ont plus souffert que l'épargne des ménages, dont les actifs ont varié dans des directions inverses au fur et à mesure du développement de la crise : les actions ont fortement baissé, comme l'immobilier (aux États-Unis, beaucoup moins en Europe continentale), avant de remonter dans de bien moindres proportions ; au contraire, les actifs obligataires ont été en général réévalués.

L'étude de la question des retraites montre la difficulté et la relativité de l'analyse. Les futurs retraités des pays de capitalisme anglo-saxon ont particulièrement souffert de la crise financière, perdant à peu près un cinquième de leur pouvoir d'achat [12]. Au-delà, c'est toute la population des individus épargnant pour leur retraite qui est affectée par la perception d'un risque individuel accru. En regard, les cotisants dans les pays dotés d'un système de retraite par répartition ont à première vue moins pâti de la crise financière, notamment grâce à l'intervention de l'État. Leurs pensions futures ne sont pas menacées par une baisse automatique de la valeur d'actif de l'épargne qui aurait été leur sort dans un système par capitalisation. Le système hors-marché, avec

ses stabilisateurs automatiques et ses mécanismes de solidarité, semble avoir joué un rôle positif. À y regarder de plus près, il n'est pas du tout évident que tous les cotisants de ces pays aient lieu de se réjouir. En effet, leur avoir réel a été impacté par la crise financière, par la baisse des recettes fiscales et l'endettement public accru. Que les gouvernements dans les pays par répartition maintiennent le niveau des retraites signifie tout simplement qu'ils opèrent tacitement pour un temps déterminé un transfert de valeur vers les générations les plus âgées, au détriment des plus jeunes.

Faut-il alors allouer les ressources par la négociation ou par le marché ? En matière de retraites, la situation démographique en Europe impose la recherche de solutions opérationnelles pour réviser certaines règles du partage de la valeur entre actifs et retraités, entre secteur public et secteur privé, entre hommes et femmes, etc. Dans une société où les intérêts catégoriels sont clairement définis et représentés, on peut arguer que le processus de négociation crée en lui-même du consensus et qu'il renforce l'acceptabilité de la solution retenue. Mais lorsque les intérêts en présence sont incomplètement représentés, de surcroît par des agents rétifs à la culture du compromis, le processus de négociation

« Les marchés ont financé les grandes entreprises pendant la crise, avec un doublement des émissions de titres en France en 2009 par rapport à 2008, par exemple. »

peut faire l'objet de frictions coûteuses. L'exemple de la Grèce montre que le succès de la négociation ne va pas de soi, dans un cadre européen rigide et sous l'emprise de la récession, car les adjuvants habituels (croissance, inflation, dévaluation et autres illusions chères à Robert Shiller) ne sont pas disponibles.

L'investissement des contributions des futurs retraités dans les marchés ne donne *in fine* pas d'autre garantie que celle de voir ses revenus futurs gagés sur les développements de l'économie mondiale (le portefeuille de marché). En définitive, elle n'est donc pas différente de la promesse faite par les systèmes de répartition, dans lequel la retraite des uns est gagée sur le volume et la qualité du travail des autres. Avec une différence de taille : la répartition s'effectue dans un cadre national. À chacun d'apprécier la valeur relative des notions de

[11] Kenneth French et James Poterba, « Investor Diversification and International Equity Market », *American economic review*, 81 (2), 1991, pp. 222-226.

[12] E. Whitehouse, « Pensions at a glance », OCDE, 2009.



solidarité entre générations, de diversification géographique et démographique des actifs, et de négociation implicite ou explicite entre partenaires sociaux.

L'EMH EST UN PARADIGME INSUFFISANT, MAIS IL N'Y EN A PAS D'AUTRE, DANS UNE ÉCONOMIE DE MARCHÉ

Eugene Fama admet que des investisseurs mal informés pouvaient faire dériver le marché, que des prix mal formés peuvent pousser les *corporates* à « jouer » avec l'information et effectuer des mauvais choix guidés par les évaluations. Il admet également que demeure ouverte la question du pourquoi tant de volumes sur les marchés alors qu'une fraction suffirait à ajuster les prix [13] ?

Nous savons que l'EMH est combattue par l'école comportementale. Les behavioristes expliquent les échecs de l'EMH lorsque des accidents surviennent, mais ont-ils établi une œuvre utilisable par les praticiens ? Certes la finance comportementale bénéficie d'une reconnaissance croissante, mais celle-ci concerne plutôt les frontières de l'économie et la psychologie (noter, par exemple, le prix Nobel décerné à Kahneman en 2002) que celles avec la macroéconomie. En effet, même si des biais comportementaux peuvent être mis en évidence au niveau individuel, il est très difficile d'écrire des modèles plausibles d'agrégation de ces biais, pour expliquer le passage du biais comportemental au niveau micro aux marchés inefficients au niveau macro.

L'économie comportementale ne propose pas une théorie d'équilibre général et de valorisation des actifs permettant à des praticiens de procéder à des choix cohérents au fil du temps. En ayant le goût du paradoxe, on pourrait même dire que la finance comportementale favorise l'efficacité pratique de l'EMH, puisque ses adeptes opérationnels, gérants de fonds, construisent des stratégies qui parient sur un retour à la valeur fondamentale des actifs en tirant profit des mauvais prix formés par des acteurs prisonniers de leurs biais comportementaux.

D'un point de vue plus politique, en refusant l'EMH et en l'absence de tout autre matériel conceptuel « de marché », faudrait-il se résoudre à prôner le retour de la main très visible de l'état et de sa technostucture ?

LE VRAI DÉBAT DE LA CRISE NE PORTE PAS SUR L'EFFICIENCE DES MARCHÉS

L'efficacité des marchés n'existe pas en tout lieu et à toute heure. Pour être observable, elle demande la mise

en œuvre de conditions qui sont valides en général, mais en général seulement. Elle est mise en défaut :

- lorsque les investisseurs agissent sous l'emprise de pulsions non rationnelles (se comportent en « esprits animaux » et ignorent donc toute l'information disponible) ;

- lorsqu'ils limitent volontairement leur capacité à raisonner et à agir (asservissement à des indices ou à des programmes automatiques d'assurance ou d'arbitrage) ;
- lorsque les attitudes mimétiques et autoréférentielles décrites par Keynes constituent l'essentiel des anticipations rationnelles des acteurs du marché, dans un secteur donné ou à un moment donné (formation de bulles) ;

- lorsque les marchés ne rassemblent pas un nombre suffisant de participants et voient les prix déterminés par des stratégies de *squeeze* ou des contraintes de liquidité.

L'efficacité des marchés n'est donc ni une loi de la nature, ni un théorème au sens mathématique. Elle demeure une « hypothèse », ainsi que l'avaient d'ailleurs prudemment dénommée ses concepteurs. Une simple hypothèse, mais une hypothèse forte, car elle est valide « en général ». Elle constitue le fondement d'une industrie financière opératoire, malgré ses imperfections, dans la mesure où elle finance l'économie et est l'interlocuteur, parfois invisible, des ménages soucieux de préserver leur épargne ou de s'assurer envers les aléas de la vie.

L'efficacité des marchés n'est donc pas, en soi, une question qui mérite de très amples débats. Il s'agit d'un concept puissant mais imparfait, la clameur qui l'entoure obéissant à des motivations qui le dépassent totalement. D'un côté, les intégristes de l'efficacité étirent la notion jusqu'à lui prêter des vertus d'équilibre général et d'autorégulation de la société de son ensemble. De l'autre, les nostalgiques d'une économie administrée par les « mieux-sachants » dénoncent la tyrannie des « esprits animaux », et peut-être aussi le basculement, illégitime à leurs yeux, du pouvoir vers la masse anonyme et stupide des détenteurs de capitaux.

Nous estimons pour notre part que les marchés jouent un rôle irremplaçable, d'ailleurs démontré par leur adoption croissante dans le monde, en particulier par les nouvelles puissances. Ce rôle est supporté par l'EMH, mais celle-ci ne doit pas être considérée comme un dogme universel. Les marchés sont de bons serviteurs mais de mauvais maîtres ; ils doivent en effet être le reflet de l'intelligence des hommes et leur ouvrir des options plus nombreuses, afin de procéder à des décisions qui, *in fine*, demeurent de leur responsabilité. ■

[13] J. Hilsenrath, *Wall Street Journal*, 18 octobre 2004, University of Chicago conference, mai 2004.