

## Section 2 : La remise en cause de l'efficience du marché financier

L'objet de cette section est de rendre compte de divers phénomènes allant a priori à l'encontre de l'hypothèse d'efficience informationnelle du marché financier. L'observation empirique des marchés fait ressortir la présence de diverses anomalies et de saisonnalité dans les rentabilités, de même qu'une excessive volatilité de celle-ci. Nous présenterons tout d'abord les difficultés théoriques liées aux conditions sous-jacentes de l'hypothèse d'efficience.

### I- Difficultés théoriques liées aux conditions sous-jacentes de l'hypothèse d'efficience

#### Absence d'échange

En admettant que le prix est le principal déterminant de l'échange, si les prix reflètent toute l'information disponible et si les agents agissent rationnellement, il s'ensuit une disparition du marché. En effet, sous ces conditions, aucun échange ne peut avoir lieu puisque tous les agents vont vouloir vendre les titres dont le prix va baisser et acheter ceux dont le prix va croître. Faute d'échange, le marché ne peut exister. Il apparaît ainsi une contradiction sous-jacente à la définition même de l'efficience. Donc le reflet de l'information disponible est l'absence d'échange.

#### Paradoxe de Grossman-Stiglitz

Grossman-Stiglitz : Leur argument est bien connu : si le prix est efficient et si l'information est coûteuse, alors il est rationnel de ne pas s'informer directement pour simplement observer les prix. Mais s'il en est ainsi, plus personne n'étant incité à s'informer, le prix ne saurait être efficient.

### II- Saisonnalité et anomalies dans les rentabilités

#### - L'effet janvier

Selon cet effet, les rentabilités obtenues en janvier seraient plus élevées que celles des autres mois de l'année; plus particulièrement pour les petites capitalisations. Tous les travaux empiriques montrent que le mois **de janvier** est le plus rentable. Ainsi il suffit d'acheter au début du mois de janvier pour revendre à la fin du mois pour enregistrer une performance positive.

**L'effet taille** : De nombreuses observations ont démontré une performance supérieure réalisée par les titres ayant la capitalisation boursière la plus faible ;( Une capitalisation boursière faible signifie des risques plus élevés pour l'investisseur. Plus une entreprise est de petite taille, plus ses chances de défaillances sont élevées. Plus un titre est risqué, plus la rentabilité exigée par les actionnaires est élevée.

**L'effet changement de mois** a été confirmé par Ariel (1987), entre 1963 et 1981, il a montré que **le rendement durant la seconde moitié du mois est nul**. L'effet changement de mois apparaît distinct de l'effet janvier : en excluant le premier mois de l'année, les résultats précédents deviennent respectivement de 0.998% et -0.189%. La différence entre les rendements de début et de fin de mois est significative chaque mois (sauf en février). Il faut noter qu'il est très difficile de trouver une explication pour ces anomalies. Les mouvements de prix sont influencés par le pattern récurrent des flux de fonds qui arrivent ou sortent du marché. En France, par exemple, les commentateurs boursiers s'attendent à une hausse des cours en novembre ou en décembre. Ce comportement explique les effets fin d'année et fin de mois. De plus, les mouvements de cours peuvent s'expliquer par un profil de bonnes et mauvaises nouvelles systématiques, l'annonce des mauvaises nouvelles étant si possible diffusée après la fermeture du marché le vendredi.

**Effet week-end** : De nombreux chercheurs ont mis en évidence des effets saisonniers dans les taux de rentabilité des actions. C'est ainsi que French (1980), Gibbons et Hess (1981) ont trouvé des **différences statistiquement significatives** entre les **rentabilités des jours de la semaine**. Selon ces auteurs, l'effet week-end se traduirait par des **taux de rentabilité moyens négatifs le lundi et positifs en fin de semaine**. Ainsi, un investisseur qui achèterait des actions à la clôture du lundi et les revendrait le vendredi à la clôture pourrait gagner systématiquement de l'argent.

### **L'hypothèse de volatilité excessive**

Les travaux de Leroy et Porter (1981) et Shiller (1981) montrent que les cours des actions exhibent une volatilité excessive relativement aux fondamentaux, et plus particulièrement par rapport aux dividendes. Selon Shiller (1981), la volatilité d'une somme est inférieure à la volatilité de ces composantes. Cette volatilité remet en cause l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers. Si l'hypothèse d'efficacité est vérifiée, la volatilité des prix observés ne devrait pas être trop importante en égard à celle des fondamentaux.

### **III- Les bulles spéculatives**

La bulle spéculative se définit comme **une surestimation d'un actif par rapport à sa valeur fondamentale**. La bulle fait appel à des variables difficilement mesurables telles que le hasard, les mimétismes, ou encore ce que Diamond (1965) nommera les croyances auto-réalisatrices.

Une bulle spéculative, est une hausse des prix très excessive sur un marché d'actifs financiers

Une bulle est due souvent à une combinaison de différents facteurs comme :

- De fondamentaux économiques apparaissant, à tort ou à raison, favorables et durables, et qui constituent en quelque sorte la base du mouvement ;
- De mimétismes euphoriques collectifs (en voyant les autres acheter et gagner de l'argent, grâce à la hausse des cours, on veut participer soi-même à la fête) ;
- Un prix démesurément élevé aujourd'hui se justifie uniquement par la croyance qu'il sera plus élevé demain, alors que la comparaison avec les prix d'autres actifs ne peut le justifier.

**La bulle Internet**: La bulle Internet est une bulle spéculative, qui a affecté les «valeurs technologiques».C'est-à-dire celles des secteurs liés à l'informatique et aux télécommunications, sur les marchés boursiers à la fin des années 1990. Son apogée a eu lieu en mars 2000, et sa chute s'est étalée sur 2 ans.

**III- L'apport de la finance comportementale** Dans les années 1990, les discussions scientifiques sur l'efficacité des marchés s'éloignèrent des analyses économétriques sur les séries temporelles des cours, des dividendes et des bénéfices pour se concentrer sur le développement de modèles utilisant des variables psychologiques en relation avec les marchés financiers. Confortée par la mise en évidence de nombreuses anomalies, la finance comportementale commençait à acquérir sa reconnaissance académique.

Pour les tenants de la finance comportementale, ces résultats tendent à accréditer la thèse de l'inefficacité des marchés financiers et leur incapacité à attribuer une « vraie » valeur aux actions. En effet, sur un marché efficace, les investisseurs ne peuvent pas se tromper systématiquement et dans le même sens. Or, le fait que les investisseurs attribuent un poids trop important au passé peut être source de sur ou de sous-réactions.