

MASTER : MONNAIE. BANQUE ET FINANCE

**METHODES DE GESTION DE PORTEFEUILLE
EXPOSÉ SUR LE THEME**

Efficiencia des marchés financiers

Professeur responsable :
M. Youssef BOULAHBACH

Préparé par : YACHOU Hicham



Plan

Introduction

CH I : LA THEORIE D'EFFICIENCE ET SES CONSÉQUENCES POUR LA FINANCE

I.1. Les définitions de l'efficience des marchés financiers

A. L'efficience fonctionnelle (ou opérationnelle)

B. Le comportement rationnel des acteurs du marché

I.2. L'efficience informationnelle

A. Les hypothèses et les conditions de l'efficience informationnelle :

B. Les formes de l'efficience informationnelle du marché boursier :

CH II : LES IMPLICATIONS DE L'EFFICIENCE DES MARCHÉS POUR LES GESTIONNAIRES FINANCIERS

II.1. L'impact d'une information interne :

II.2. L'impact d'une information externe :

Conclusion

Introduction

Dans le domaine de gestion de portefeuille on est censé savoir la situation de marché en matière de disponibilité de l'information puisqu'elle est un pré requis pour la prise de décision .donc au niveau de cet exposé on va essayer de répondre à la problématique suivante : quelle elle est le degré de disponibilité de l'information au sein des marchés financiers ?

Dans cet exposé, nous abordons le thème de l'efficience des marchés financiers. Nous allons présenter l'apport de la théorie de l'efficience des marchés financiers, ainsi que les différentes formes de l'efficience informationnelle (faible, semi-forte, forte).

CH I : LA THEORIE D'EFFICIENCE ET SES CONSÉQUENCES POUR LA FINANCE

Depuis les années soixante-dix, la théorie de l'efficience a dominé, en milieu académique, le cadre d'analyse des déterminants des cours des actions en particulier et des marchés financiers en général (Nicolas Moumni 2006). Mais avec la fréquence des bulles, des krachs, des crises financières donnant lieu à un excès de volatilité boursière, la recherche a étendu son champ pour intégrer certains des apports des sciences sociales comme la psychologie, la sociologie humaine ainsi que les résultats établis par l'expérimentation en laboratoire du comportement des intervenants en bourse. D'où la naissance de la théorie de la finance

comportementale, qui stipule que l'inefficience des marchés financiers ne sera pas due à des changements dans les fondamentaux, mais plutôt à des éléments d'ordre « comportementaliste ».

I.1. Les définitions de l'efficience des marchés financiers

La littérature théorique économique identifie trois acceptations du concept d'efficience des marchés financiers. Christian Walter (2005) et Michel Ruffa (2005) distinguent entre : l'efficience fonctionnelle, le comportement rationnel des acteurs et l'efficience informationnelle.

La théorie des marchés efficients définit l'efficience d'un marché par son aptitude à réaliser ses fonctions. Un marché est donc efficient si les prix dans celui-ci constituent des signaux fiables pour ses acteurs pour prendre leurs décisions (d'achat, de vente, ou de maintien). L'élément « information » prend alors une dimension essentielle dans cette hypothèse.

I.1.1. L'efficience fonctionnelle (ou opérationnelle)

La première dimension de l'efficience des marchés financiers concerne les fonctions proprement économiques de l'industrie financière.

En effet, les marchés financiers prennent une place de plus en plus dominante dans le système financier. Leur utilité provient du fait qu'ils facilitent la mutualisation des risques et leur transfert, comme ils permettent de mobiliser l'épargne vers les emplois les plus productifs, et ceci grâce à un système de production et de diffusion de l'information

qui répond aux besoins des offreurs et les demandeurs des actifs financiers

L'efficience est dite opérationnelle si les intermédiaires financiers (banques, OPVCM ou sociétés de bourse...) recherchent toutes les possibilités de convergence entre les offreurs et les demandeurs des actifs financiers. Cette mise en relation doit être effectuée à moindre coût, et bien sûr avec une rémunération versée aux intermédiaires.

I.1.2. Le comportement rationnel des acteurs du marché

La deuxième acceptation du concept d'efficience du marché financier repose tout d'abord sur la rationalité du comportement des investisseurs. Selon cette acceptation, un marché d'actifs financiers est efficient si le prix des actifs reflète les espérances de revenus futurs auxquels ils donnent droit, conformément aux principes d'évaluation. On dit que les marchés financiers sont efficients dans la mesure où les prix des actifs cotés sont uniquement le reflet des anticipations qu'ont les investisseurs de leurs revenus futurs.

En effet, les investisseurs sont supposés non seulement connaître les vrais modèles de détermination des prix (modèles stochastiques par exemple), mais aussi capables de faire les meilleures estimations des valeurs intrinsèques des actions. De plus, leur rationalité financière les conduit à chercher à maximiser leurs gains en bourse. Ils ont donc intérêt à anticiper correctement la valeur fondamentale de l'action. D'ou la nécessité d'avoir un stock d'information suffisamment important pour

analyser rationnellement les tendances des cours pour atteindre la situation optimale souhaitée.

I.2. L'efficience informationnelle

Selon cette acceptation, « *un marché financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché est immédiatement intégré dans le prix de cet actif* » E. Fama.

Un marché incorpore donc instantanément les conséquences des évènements passés et reflète les anticipations sur le futur puisque tous les évènements connus ou anticipés sont déjà intégrés dans le cours actuel.

Christian Walter (2005) propose une deuxième manière de comprendre l'efficience informationnelle des marchés : « Si les cours reflètent bien l'information disponible sur le marché, alors toute politique de gestion d'actifs reposant sur un traitement de cette information ne pourrait produire de performance supérieure à celle d'un indice de marché contenant par définition l'information retraitée par les gérants ».

D'après ces deux définitions, la notion d'efficience suppose un marché idéal, c'est à dire un marché boursier sur lequel le prix des actifs permet de prendre les bonnes décisions d'allocation des ressources car le prix des titres reflète à un moment donné, en moyenne, correctement

toutes les informations disponibles, que ce soit sur des événements passés ou futurs. Ainsi, on peut dire que sur un tel marché toute prévision dégage un profit nul (M.C Jensen 1978), on parle ici d'un profit net de frais (achat de l'information, maintien d'une présence sur le marché...). Donc lorsque ces coûts sont pris en compte sur un marché efficient, le profit est nul^{4(*)}.

A. Les hypothèses et les conditions de l'efficience informationnelle :

Un marché efficient ne permet pas de prévoir le cours futur, car les cours reflètent correctement la valeur d'un actif évalué à son juste prix et son prix futur dépend des informations à venir. Toute nouvelle information conduit à un ajustement instantané du cours du titre de manière à ce qu'il reflète sa vraie valeur.

E. Fama (1970) propose trois hypothèses de l'efficience des marchés financiers

ü La diffusion rapide à faible coût de l'information.

ü Les investisseurs réagissent immédiatement à l'information reçue.

ü Le cours d'un titre suit un cheminement aléatoire, une «marche au hasard»^{5(*)}.

Ces hypothèses impliquent la vérification de cinq conditions empiriques :

- La rationalité des investisseurs : les marchés financiers ne peuvent être efficaces que si les agents économiques agissant sur ces marchés sont rationnels.

- L'information est disponible gratuitement et tous les agents pourront en bénéficier. Le marché reflétera alors l'ensemble des opinions qui ont été exprimées par les intervenants. Cette hypothèse est fondée donc sur celle d'«asymétrie d'information»^{6(*)}.

- L'absence de coûts de transactions et d'impôt de bourse^{7(*)} : les agents économiques peuvent hésiter à investir et à désinvestir (barrière à la sortie) si des coûts de transactions ou les taxes boursières grèvent ou annulent le gain potentiel réalisable.

- L'atomicité des investisseurs et la liquidité : les agents économiques ne vont pas réaliser des transactions sur les titres si ces transactions elles-mêmes sont susceptibles, pour des raisons de liquidité, de faire varier le prix des titres.

Les spéculateurs sur le marché boursier Casablancais ne peuvent être exclus du cadre de ces conditions, la rationalité les incite tous ensemble d'agir de manière cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent, en cherchant à maximiser leur espérance de gain dans un environnement favorisant l'égalité pour l'accès à l'information et la rapidité de sa diffusion. Ces caractéristiques informationnelles traduisent rapidement un sentiment général de hausse ou de baisse des cours sur le

marché marqué par des réactions similaires des spéculateurs dus au mimétisme.

B. Les formes de l'efficience informationnelle du marché boursier :

La théorie de l'efficience informationnelle des marchés boursiers veut dire que les valeurs soient à leur juste prix. Ce qui implique que l'information disponible soit connue par tous les acteurs et sans délai. E. Fama distingue trois types de marchés efficients, qui sont fonctions de l'information disponible : la forme faible, la forme semi-forte et la forme forte.

Dans un marché efficient de forme faible, les cours des titres reflètent tout ce qu'on pourrait déduire de leur historique. L'observation des cours et des volumes de transactions passées ne serait d'aucune utilité pour battre le marché ou obtenir des taux de rentabilité supérieurs à un niveau de risque plus élevé. L'analyse technique^{8(*)} est alors non significative.

Donc, il n'est pas possible de tirer profit des informations passées pour prévoir l'évolution future du prix, du fait que tous les agents disposent du même stock des dites informations. Donc, il faut chercher des informations nouvelles pour se servir à prendre la bonne décision

Dans un marché de forme semi-forte, les cours boursiers réagissent instantanément à l'annonce d'information dès que celles-ci deviennent publiques. Ces informations peuvent être des informations

macroéconomiques et financières, affectant l'ensemble des valeurs ou celles propres à une entreprise (annonce de chiffres d'affaires, de bénéfices, dividendes...). Un investisseur sera meilleur que les autres s'il dispose des informations privées non détenues par le public (les autres investisseurs).

Donc, dans un tel marché, seul les détenteurs des informations privées qui peuvent réaliser un gain sur ce marché, car en se basant uniquement sur l'information publique, détenue par tout le monde, les agents vont réaliser des profits égaux.

Enfin, un marché sera efficient de forme forte si toutes les informations privées sont reflétées dans les cours. Ainsi, il n'est pas possible de tirer profit même des informations privées concernant un actif financier pour prévoir l'évolution future de son prix, car elles sont déjà intégrées dans les prix. Sous cette forme, la rationalité des investisseurs affirme que l'analyse de l'information disponible n'enrichit personne.

Donc, un marché fortement efficient rend tous les agents (spéculateurs) égaux en matière d'information privée et d'anticipation.

Le tableau suivant récapitule les différentes formes d'efficience informationnelle du marché financier avec des exemples :

L'information reflétée par les cours
Exemples d'informations
L'information permettant un gain

CH II : LES IMPLICATIONS DE L'EFFICIENCE DES MARCHÉS POUR LES GESTIONNAIRES FINANCIERS

D'après les trois formes de l'efficacité des marchés financiers que nous avons vu précédemment, la prédiction et la bonne interprétation de l'information, sur un actif financier, sont deux éléments nécessaires pour prévoir l'évolution future de son prix.

Ainsi, la théorie de l'efficacité informationnelle consiste à dire que la connaissance des informations qui peuvent affecter à la hausse ou à la baisse le cours d'un actif financier ne permettrait pas à son détenteur de réaliser des bénéfices sur le marché financier tant que les autres acteurs

(offreurs et demandeurs) disposent simultanément des mêmes informations.

Ces informations ont différents impacts sur le cours d'un titre selon leur nature d'où quelques exemples d'informations et leurs conséquences :

II.1. L'impact d'une information interne :

Les premières études développées en ce sens remontent aux années 1960, Ball et Brown, dans leur étude intitulée «An empirical evaluation of accounting income numbers», ont analysé la réaction des cours en bourse à l'annonce des résultats annuels d'un échantillon de sociétés américaines. Dans le même objectif, Simon ARTRON (2003) a étudié les performances des titres du marché boursier Parisien suite aux annonces des résultats.

D'après ces études, face à ce type d'information les spéculateurs doivent analyser correctement l'information pour prévoir l'évolution future des cours, en plus l'analyse périodique de toutes les contraintes et les informations internes et externes de la société vont permettre aux spéculateurs d'anticiper quelques événements même avant qu'ils surviennent.

Si par exemple une société cotée en bourse qui lance une offre publique d'achat (OPA). Si une entreprise concurrente dans le secteur a eu l'information de la mise en place d'une (OPA) par cette société. Il est

raisonnable de penser qu'elle détient un avantage considérable lui permettant de dégager des profits sans risque. Par conséquent, il lui suffira ainsi d'acheter un maximum de titres de l'entreprise opérable au prix du marché s'il est inférieur au prix de l'offre publique. Puis, il ne lui restera qu'à attendre le lancement de l'OPA pour réaliser des gains.

Le deuxième chapitre de ce travail sera consacré à l'étude d'un événement sur les cours d'une action d'une société cotée à la bourse de Casablanca.

II.2. L'impact d'une information externe :

Dans ce contexte plusieurs études sont développées, pour évaluer l'impact d'une information publique sur les cours boursiers. Béatrice BELLI (2002), Sandrine Lardic et Valérie Mignon (2001) ont réalisé une étude économétrique pour étudier l'impact des informations publiques sur la bourse de Paris. Leurs études ont montré l'importance de l'impact des événements macro-économiques (politiques, commerciaux...) sur les cours boursiers, du fait que ces informations sont capables d'influencer le marché dans sa globalité ou sur quelques titres.

Soit l'événement suivant, Une modification des taux d'intérêt directs d'un pays. La connaissance d'une telle information avant qu'elle ne soit dévoilée, devient particulièrement intéressante pour un investisseur. Si celui-ci par des sources sûres, parvient à anticiper une modification des taux d'intérêt, il pourra dégager des profits soit par une modification à la hausse ou à la baisse de ces placements à la bourse.

Ainsi, s'il y a une hausse des taux d'intérêt, cela va faire baisser les prix des obligations à taux fixe déjà émises et donc provoquer un transfert de capitaux vers les obligations car le marché des actions sera moins attractif. Au final, il y a une baisse globale de toutes les valeurs des actions sur le marché.

Inversement, s'il y a une baisse des taux d'intérêt, cela va faire augmenter la valeur du cours des titres boursiers des entreprises puisque cela va permettre de réduire les charges financières des entreprises endettées et aux autres de négocier des taux plus que compétitifs par des emprunts en vue de futurs investissements.

D'une manière généralement admise dans le domaine de l'analyse financière de l'évolution des cours boursiers, les analystes doivent avoir une idée générale sur l'état de l'efficacité informationnelle du marché, et aussi une maîtrise des flux informationnels (l'information financière diffusée par les sociétés cotées, par les spécialistes, ou par les autorités politiques ou monétaires...) susceptibles d'avoir une influence sur les cours des titres.

Donc la forme d'efficacité informationnelle d'un marché financier est un bon indicateur de sa sensibilité à toute information (historique, publique ou privée). D'où, la détermination de cette forme va permettre aux analystes et aux gestionnaires financiers de bien réduire l'incertitude des horizons de leurs prévisions des cours, elle contribue aussi à limiter

les mauvaises surprises, à éviter les fortes corrections de cours, et à améliorer la confiance dans les annonces des résultats de l'entreprise.

Conclusion

En guise de conclusion on peut dire que le sujet de l'efficience des marchés financiers est l'objet de beaucoup de discussion entre les théoriciens et elle est perçue de façon différente de sorte que chacun il l'explique selon sa propre conception. L'efficience de marché financiers est caractéristique des pays développés et plus on s'écarte de développement plus on se rencontre au marchés financiers inefficients.