

Le best seller du trading !

3^e édition

L'ART DU TRADING

Thami **Kabbaj**



TROPHÉE D'OR
2010, 2013 ET 2014
DE L'ANALYSE
TECHNIQUE
ET GRAPHIQUE

Préface de Jean-Paul Pollin

Vidéos et compléments sur
www.artdutrading.net

EYROLLES

DEVENEZ EXPERT EN TRADING

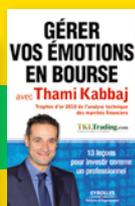
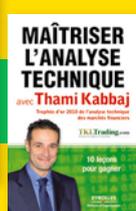
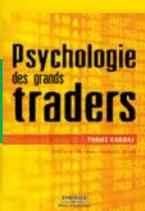
Plus qu'un métier, le trading est un art. S'il se nourrit de techniques éprouvées, il fait également appel à d'autres paramètres. Tout l'objet de cet ouvrage est de vous en dévoiler le contenu pour que vous puissiez **spéculer avec succès sur les marchés financiers**.

Rigoureusement documenté et faisant appel aux **dernières théories** en la matière ainsi qu'à de **nombreux cas réels**, ce livre propose une réflexion profonde sur le trading, enrichie dans cette troisième édition par les enseignements tirés des retournements de marchés de ces dernières années. Il permet à toute personne désirant appréhender sérieusement les marchés de :

- **Acquérir les méthodes de prévision les plus efficaces**
- **Anticiper les mouvements majeurs**
- **Gérer au mieux ses positions**
- **Développer des stratégies**
- **Prendre des décisions**
- **Gérer son risque**

Interrogeant les fondements scientifiques de l'analyse technique et exploitant les connaissances de l'analyse fondamentale, il met à votre disposition **les outils nécessaires pour se forger une juste opinion du marché**. Et y remporter de larges succès...

Par l'auteur de



Agrégé d'économie, triple Trophée d'or de l'analyse technique des marchés financiers, titulaire du master 2 TFB et du magistère Banque Finance de l'université Paris-II (Assas), **Thami Kabbaj** est diplômé de la Société des analystes techniques de Londres et possède de nombreux titres professionnels, dont Trader Eurex, certificate in derivatives et Series 7. Thami Kabbaj dirige actuellement depuis Dubaï TKLTradingSchool.com, une école spécialisée dans les marchés financiers et qui compte des étudiants dans le monde entier.

Code éditeur : 658859 • ISBN : 978-2-712-55859-3

« Un livre passionnant qui rend l'investissement boursier plus efficace. »

■ **Romain Dion, rédacteur en chef du *Revenu***

« Trophée d'Or 2010 de l'Analyse Technique (décerné par le vote du public), Thami Kabbaj dévoile dans ce livre tout ce que vous devriez absolument savoir pour gagner en Bourse. »

■ **André Malpel, trader, professeur à l'université Paris IX-Dauphine, président et créateur du Salon de l'analyse technique, et du Salon du trading**

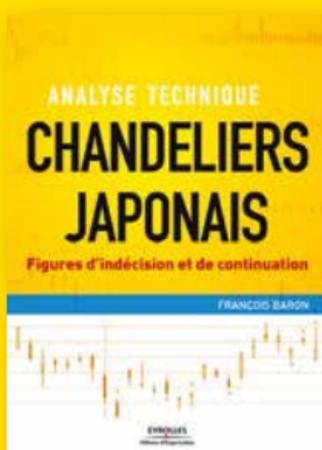
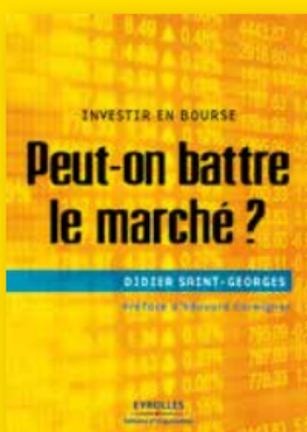
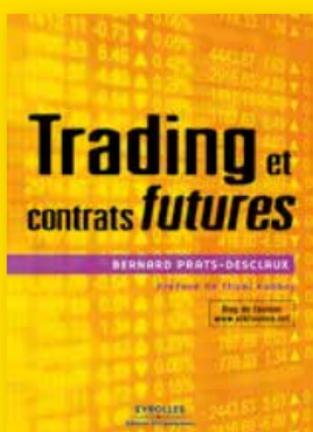
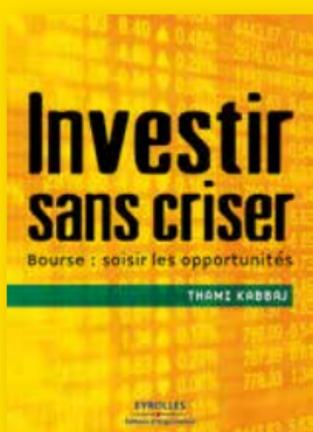
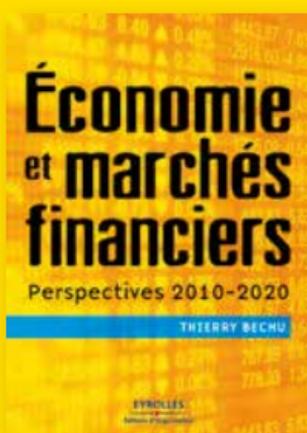
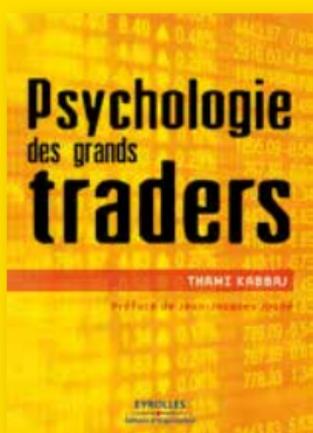
« Pour une mise de départ de 49 euros (le prix du livre), ce trader dans un "hedge fund" montre comment s'enrichir en spéculant sur les marchés. »

■ ***Valeurs actuelles***

« Non seulement un exposé très complet de l'analyse technique, mais aussi une réinterprétation à la lumière des travaux récents en économie. Stimulant ! »

■ **Philippe Bernard, directeur du Master 272 - Ingénierie économique et financière (Université Paris-Dauphine)**

DANS LA MÊME COLLECTION



L'art du trading

Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris cedex 05

www.editions-eyrolles.com

Directeur de collection : Thami Kabbaj

Dans la même collection :

Économie et marchés financiers, perspectives 2010-2020,
THIERRY BÉCHU, 2009.

Investir sans criser, THAMI KABBAJ, 2009.

Trading et contrats futures, BERNARD PRATS-DESCLAUX, 2008.

Les outils de la stratégie boursière, ALAIN SUEUR, 2007.

Peut-on battre le marché ?, DIDIER SAINT-GEORGES, 2007.

Psychologie des grands traders, THAMI KABBAJ, 2007.

Chandeliers japonais, figures d'indécision et de continuation,
FRANÇOIS BARON, 2004-2010.

Gagner en Bourse avec Thami Kabbaj, Thami Kabbaj, 2011

Maîtriser l'analyse technique avec Thami Kabbaj,
Thami Kabbaj, 2011

Gérer vos émotions en Bourse avec Thami Kabbaj,
Thami Kabbaj, 2011

Pour tout contact avec Thami Kabbaj :

info@tkltrading.com

www.thamikabbaj.com

<https://tkltradingschool.com>

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'Éditeur ou du Centre Français d'Exploitation du Droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2008, 2010, 2015

ISBN : 978-2-212-55859-3

Thami KABBAJ

L'art du trading

Préface de Jean-Paul Pollin

Troisième édition

EYROLLES



Remerciements

Énormément de choses se sont passées depuis la deuxième édition de *L'Art du trading* il y a cinq ans. Entre-temps, j'ai remporté trois autres trophées de l'analyse technique : le Trophée d'argent en 2012 et le Trophée d'or à deux reprises en 2013 et 2014. J'ai surtout travaillé d'arrache-pied 7 jours sur 7 pour créer et développer une école qui désormais fait référence dans le monde du trading et introduit un nouveau standard : la TKL Trading School. J'en suis d'autant plus fier que de nombreux étudiants m'ont découvert grâce à *L'Art du trading*.

C'est donc l'occasion pour moi de remercier toutes les personnes qui m'ont soutenu dans ce parcours. Tout d'abord, je tiens à rendre un hommage appuyé et ému à mon père que nous avons perdu en septembre 2012. Ce grand monsieur m'a énormément appris tant sur le plan du courage, de l'éthique et du don de soi. Merci pour tout cher père.

Je tiens également à rendre un vibrant hommage aux deux femmes de ma vie, à mes deux frères et à mon fils.

Un grand merci aux étudiants de la TKL Trading School. Ils savent combien ce fut difficile, mais ils savent également que sans leur énergie et leurs réalisations j'aurais difficilement pu tenir ce rythme infernal.

Bien entendu, je remercie mon éditeur et en particulier Marie Allavena pour son dynamisme, Claudine Dartyge, qui a dès le départ cru dans le potentiel de la collection « Bourse » que je dirige depuis mars 2007, Florian Migairou, qui m'a toujours accordé sa confiance, sans oublier toutes les personnes qui ont contribué à cet ouvrage au sein de cette belle maison d'édition.

Enfin, je tiens à remercier toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin à me forger une solide culture de marché et tout particulièrement André Malpel pour son incroyable dynamisme dans la promotion et la vulgarisation de l'analyse technique et du trading, Romain Dion, rédacteur en chef du *Revenu*,

pour son pragmatisme et sa vision éclairée des marchés, et bien sûr mes anciens collègues et clients, sans oublier mes étudiants pour leurs questions pertinentes.

Un clin d'œil chaleureux aux auteurs qui ont enrichi la collection Bourse, notamment Alain Sueur, Bernard Prats-Desclaux, Thierry Béchu...

Sommaire

Remerciements	4
Préface	11
Introduction	17
Pourquoi ce livre ?	18
Apporter ma pierre à l'édifice	21
Vais-je perdre tout avantage en livrant mon savoir-faire ?	21
À qui s'adresse ce livre ?	26

Partie 1

Les marchés financiers sont-ils rationnels ?

Chapitre 1 – L'analyse fondamentale est-elle encore pertinente ?	33
Les fondements théoriques de la valeur fondamentale	34
L'analyse fondamentale au service de l'efficience des marchés financiers	47
Pour quelles raisons l'analyse fondamentale n'est-elle pas efficace ?	56
Chapitre 2 – La finance comportementale, une rationalité souvent biaisée	67
Introduction à la finance comportementale	68
Les biais psychologiques	69
Les marchés financiers ne sont pas efficaces	85
Chapitre 3 – Conventions et bulles spéculatives	95
La théorie économique classique ne permet pas de justifier les bulles spéculatives	96
La théorie des conventions	100
La théorie des conventions par l'exemple	105
Chapitre 4 – L'analyse psychologique	117
Y a-t-il une logique derrière les mouvements boursiers ?	117
Application concrète de l'analyse psychologique	128

Partie 2

L'analyse technique est-elle dénuée de tout fondement scientifique ?

Chapitre 5 – Introduction à l'analyse technique	147
Pourquoi l'analyse technique ?	147
Les pères fondateurs de l'analyse technique	148
Les principes de base de l'analyse technique	152
Les raisons du succès actuel de l'analyse technique	158
Chapitre 6 – L'analyse technique a-t-elle des fondements théoriques solides ?	165
Une approche fortement critiquée par le monde académique	166
Les derniers travaux de recherche redonnent du crédit à l'analyse technique	178

Partie 3

Analysez les marchés comme un professionnel

Chapitre 7 – La tendance est votre alliée	199
Introduction	199
Les principales configurations du marché	203
Les lignes de tendance	209
Les canaux	214
Comment détecter la fin d'une tendance ?	218
Comment se forment les tendances ?	221
Les vagues d'Elliott, rythmique et cyclicité des marchés	228
Chapitre 8 – L'analyse graphique	239
Les supports et les résistances	240
Les principales figures graphiques de retournement	252
Les figures graphiques de continuation	259
Les gaps	261
Chapitre 9 – L'essentiel sur les bougies japonaises	271
Brève présentation des bougies japonaises	271
Les principales figures de retournement en bougies japonaises	277
Les autres figures en bougies japonaises (continuation et indécision)	295
L'interprétation des bougies dans la pratique	301
Graphiques commentés	309

Chapitre 10 – Les indicateurs techniques	317
Les caractéristiques communes à la plupart des indicateurs	318
Étude des principaux indicateurs techniques	328
Chapitre 11 – Techniques avancées en analyse boursière	371
Le RSI, un indicateur extrêmement efficace	371
Bougies japonaises et indicateurs techniques	379
Filtrer les signaux des indicateurs techniques avec les bougies japonaises	392
Combiner les signaux pour augmenter ses chances de succès	393

Partie 4

La puissance de l'analyse technique dans la pratique

Chapitre 12 – Les indices et les actions	415
Repérer très tôt les retournements majeurs en tendance	416
Anticiper les informations non connues par le grand public (délit d'initiés)	431
Les particuliers perdent 200 milliards de dollars	462
Un marché qui tient en 2011 malgré des fondamentaux catastrophiques	464
Le superbe marché haussier entamé en 2010	465
Pourquoi faut-il se méfier des gourous ?	466
La troisième guerre mondiale n'a pas eu lieu	467
Le krach de 2014 et la hausse folle qui a suivi	468
Pourquoi nous n'avons pas été baissiers malgré toutes ces nouvelles négatives ?	470
Chapitre 13 – Le marché des changes	471
Introduction	471
Les moments clés dans une séance de 24 heures	472
Les déterminants du taux de change	473
Une interdépendance accrue entre le marché des changes et l'économie réelle	475
Les principaux intervenants sur le marché des changes	477
Étude des paires majeures	482
Chapitre 14 – Le marché des matières premières	491
L'or et les métaux précieux	491
Le marché du pétrole	496

Partie 5

Le trader est avant tout un stratège

Chapitre 15 – La dimension stratégique du trading	507
Quand le trading s'inspire de l'art de la guerre	508
L'objectif premier du trader doit être sa survie	517
Savoir attaquer	522
Une préparation sans failles	533
Les conditions psychologiques de la victoire	542
Chapitre 16 – Le money management	551
Introduction au money management	551
L'objectif premier du trader doit être d'assurer sa survie	553
Le money management est une affaire de chiffres	567
La diversification et le choix des marchés	584
Quelques techniques pour améliorer sa performance	588
Chapitre 17 – Comment réussir en trading à l'ère des algos ?	599
Présentation des algorithmes de trading	599
Les niches privilégiées par les algorithmes de trading	600
Les points faibles des algorithmes de trading	603
Pourquoi un algorithme ne sera jamais plus performant qu'un trader aguerris ?	607
La puissance de l'analyse technique dans la pratique	608
Chapitre 18 – Conseils pratiques pour trader avec succès	609
Comment sélectionner un bon courtier ?	609
Optez pour un style qui colle à votre personnalité	611
L'investissement	616
Le swing trader : un investisseur intelligent ?	620
Le day trading (une minute à cinq heures)	623
Quel est le marché idéal en trading ?	626
Quel est l'équipement idéal du trader ?	628
Trader à domicile ou depuis une salle des marchés ?	630
L'indispensable phase de simulation	632
Faut-il faire des études poussées pour réussir en trading ?	633
Vivre du trading	636
Conclusion	643
Bibliographie	645
Table des matières	651
Index	665

Préface

Après nous avoir fait partager, dans un premier ouvrage, ses réflexions sur la psychologie des grands traders, Thami Kabbaj nous invite à nouveau dans cet univers du trading qu'il connaît bien et qui le passionne. Cette fois, il entreprend d'exposer les techniques d'analyse qu'utilisent les opérateurs. Mais il nous en présente aussi les fondements, car il considère que ces techniques ne sont pas de simples recettes applicables de façon routinière. Il pense que pour être utilement employées, il faut parvenir à comprendre ce qu'elles révèlent des « sentiments de marché » et des comportements des divers intervenants. Ce qui suppose un maniement raisonné, et donc une connaissance profonde de ce que l'on peut attendre de ces méthodes.

J'ai connu Thami Kabbaj lorsqu'il est venu me faire part d'un projet de recherche qui se propose de réconcilier l'analyse technique, qu'il a assez longuement pratiquée, et des développements récents de la théorie financière auxquels il s'intéresse et souhaite contribuer. Plus précisément, il s'agit de réinterpréter l'analyse technique à la lumière de ce qu'on appelle la « finance comportementale », dont le principe consiste à réviser l'axiomatique traditionnelle des choix financiers pour y intégrer les acquis de l'économie expérimentale, et notamment les travaux de Kahneman et Tversky. Le présent ouvrage se situe dans la ligne de ce projet ; il en est une première étape, à l'évidence volumineuse.

Je voudrais ici souligner l'originalité et le grand intérêt de cette entreprise, car il est vrai que jusqu'ici l'analyse technique et la théorie économique n'ont pas fait bon ménage. Le plus souvent, les théoriciens de la finance ont traité avec condescendance et tourné en dérision ces « figures magiques » des chartistes, qui semblent découpées de façon mystérieuse, interprétées de manière arbitraire et dépourvues de justification scientifique. À la différence de l'analyse fondamentale, qui sollicite de solides mécanismes économiques, les fondements théoriques de l'analyse technique ont rarement été explicités, ou n'ont jamais vraiment convaincu ; de nombreux tests économétriques réalisés pour en valider la pertinence ont conclu à son désavantage. Comme bien d'autres, j'ai d'ailleurs fréquemment fait état dans mes enseignements de toutes les réserves que m'inspiraient ces méthodes. Ce qui n'a pas empêché

certains de mes anciens étudiants (parmi les meilleurs) d'en devenir de brillants utilisateurs, et parfois même des zélateurs¹.

Il faut dire que pour un économiste adossé à ses concepts et à ses raisonnements, les principes de l'analyse technique sont proprement incompréhensibles, ou plutôt inadmissibles. Car les marchés financiers ont théoriquement toutes les caractéristiques de marchés parfaits : les prix s'y ajustent instantanément, l'information y circule rapidement et de façon transparente (une réglementation et un régulateur y veillent), et les opérations individuelles y sont généralement faibles par rapport à l'ensemble des transactions (ce qui tend à exclure la manipulation des cours). Tout cela garantit leur efficacité. Or celle-ci implique que toute information nouvelle est incorporée très rapidement dans les cours. De sorte qu'il ne peut exister de relation systématique entre les prix, ou les variations de prix, d'un même titre dans le temps, dans la mesure où ces prix sont évidemment une information publique et quasi gratuite. Car si de telles relations existaient, elles seraient rapidement repérées et donneraient lieu à des arbitrages qui les feraient disparaître. En conséquence, les arbitrages réellement profitables sur les marchés financiers ne peuvent provenir que d'une meilleure capacité d'anticipation de la valeur « fondamentale » des titres cotés.

L'argumentation semble implacable, et pourtant il faut reconnaître qu'elle s'accorde mal avec l'observation. D'abord parce que l'on constate que les marchés financiers sont soumis à des cycles répétés d'exubérances et de dépressions, comme si les investisseurs oscillaient en permanence entre euphorie et pessimisme. Comme s'ils étaient incapables de tirer les leçons de leurs erreurs ou de leurs exagérations passées et des crises à répétition qui secouent les marchés, parfois de façon très surprenante. De fait, on observe *a posteriori* des écarts importants et durables entre les prix de marché et les valeurs « fondamentales » des actifs financiers. Divers travaux (on pense, en particulier, à ceux de Robert Shiller) se sont efforcés de montrer que les prix des titres, mais aussi les taux de change, étaient soumis à une volatilité excessive, c'est-à-dire que leur variabilité était largement supérieure à celle de leur valeur théorique. Ce qui est bien une preuve d'inefficacité qui contredit l'argumentation précédente. Mais la contestation la plus rude de la thèse de l'efficacité se situe, peut être, dans l'utilisation persistante de l'analyse technique sur les marchés. Le simple fait que l'on puisse parler de « l'art

1. Je pense, en particulier, à Thierry Bechu qui a écrit (en collaboration avec Éric Bertrand) un ouvrage qui fait référence : *L'analyse technique : pratiques et méthodes*.

du trading », que les opérateurs s'acharnent à saisir le sentiment du marché et cherchent à prévoir les cours futurs, leurs graphiques à la main, démontre que les comportements des marchés ne correspondent pas à la description qu'en donne la théorie financière traditionnelle. Le fait que les institutions les plus sérieuses continuent à entretenir des bataillons de chartistes prouve que les arbitrages profitables ne consistent pas seulement à prendre des positions en fonction des écarts entre les prix de marchés et les fondamentaux estimés. Même si ce n'est pas la seule stratégie gagnante, il est apparemment possible de survivre et de prospérer en cherchant à deviner les orientations du marché sans s'interroger sur son équilibre à long terme.

Mais comment cela peut-il s'expliquer ? Quitte à beaucoup simplifier, à caricaturer sans doute, il me semble que l'on peut en donner deux types d'interprétations. La première renvoie à l'existence d'équilibres multiples. Les modèles de bulles rationnelles en offrent une première illustration : on peut concevoir que le prix d'un actif s'écarte de son fondamental, alors même que les investisseurs agissent rationnellement (et qu'ils réalisent en conséquence que le prix s'éloigne de sa valeur d'équilibre) dès lors qu'il existe une probabilité pour qu'il continue à monter dans le futur à un rythme assez élevé pour compenser le coût de son éventuel effondrement. Mais l'occurrence d'un tel phénomène est soumise à des hypothèses très restrictives. C'est pourquoi, en restant dans le même registre, il est préférable d'évoquer le principe keynésien d'incertitude radicale, qui revient à dire que lorsqu'il n'est pas possible de décrire les états futurs de la nature et *a fortiori* de leur attribuer des probabilités, la notion de valeur fondamentale perd toute consistance. Dans ce cas, l'avenir n'est pas écrit mais il devient le produit des croyances et des choix d'aujourd'hui ; le futur est alors totalement ouvert (il existe une multitude d'équilibres possibles), il n'y a donc pas d'ancrage des anticipations, ce qui rend toute décision impossible. De sorte que dans un tel contexte, les agents économiques (pour ce qui nous concerne, les opérateurs de marchés) sont amenés à s'inventer des repères, à s'en remettre à des conventions afin de rendre leur univers « décidable ». Or sur les marchés financiers, l'analyse technique peut être une de ces conventions : il est rassurant de penser et d'affirmer que les prix de marchés suivent des mouvements récurrents puisque cela permet de prévoir et d'agir en conséquence. Qui plus est, le fait qu'il s'agisse d'une croyance partagée est suffisant pour lui donner un pouvoir prédictif : c'est le principe des prophéties auto-réalisatrices. Il est alors inutile de s'interroger sur les fondements de la méthode pour la justifier ou la contester : l'analyse technique est efficace dans la mesure où un assez grand nombre d'opérateurs y croient

et l'utilisent. Puisqu'elle va guider leur comportement, elle est utile à la prévision.

C'est là, naturellement, une interprétation quelque peu dévalorisante de l'analyse technique, puisque expliquée en ces termes, son efficacité relève de la foi plutôt que de la science. C'est pourquoi Thami Kabbaj, même s'il reconnaît l'existence de conventions, penche pour une justification toute différente. Pour lui, l'analyse technique n'est pas une pure fiction destinée à donner une cohérence à un monde *a priori* désordonné. C'est au contraire une méthode qui permet de repérer des séquences d'opérations en provenance de catégories bien particulières d'investisseurs. Et c'est l'enchaînement de ces prises de position, l'ordre de leur intervention, qui engendre des mouvements de cours significatifs qui rendent possible la prévision. Par exemple, certaines évolutions correspondent à l'entrée d'intervenants mieux informés, ce qui laisse présager une variation conséquente et durable de la valorisation d'un titre ou du marché. Au contraire, d'autres configurations symptomatiques signalent l'arrivée des investisseurs moins informés et/ou moins réactifs qui prennent position lorsque le marché a déjà intégré l'essentiel de l'information utile. Il me semble que c'est ici que l'analyse technique rejoint la finance comportementale. Car les phénomènes que prétendent capter les indicateurs et les graphiques ne peuvent s'imaginer sans une hétérogénéité des comportements individuels et une irrationalité de certains d'entre eux. S'il est possible de « faire parler » les évolutions boursières (ou de changes) c'est parce qu'il y a derrière celles-ci des agents dont les prévisions sont affectées par des biais de toutes sortes : soumission à un « sentiment » de marché, conservatisme, excès de confiance, négligence du calcul élémentaire des probabilités...

C'est aussi ce qui fait la profitabilité de l'analyse technique. Car sur un marché libre de toute intervention publique, les jeux entre spéculateurs sont fatalement à somme nulle : les gains des uns correspondent aux pertes (ou aux manques à gagner) des autres. En conséquence, si l'analyse technique, qui fait fi de tout arbitrage en fonction des fondamentaux, se révèle gagnante, c'est qu'elle parvient à profiter du manque de réactivité, de la sous-information ou simplement des biais cognitifs de certains intervenants. En résumé, les méthodes chartistes consisteraient à traquer les symptômes de cette irrationalité. Mais en l'occurrence, rien ne dit que les arbitrages qu'elles suscitent contribuent à l'efficience (notamment à la réduction de la volatilité) des marchés financiers, bien au contraire.

Reste, tout de même, la question de savoir si ces techniques n'ont pas vocation à s'autodétruire par le simple fait de leur utilisation. Thami

Kabbaj la pose dans son introduction en se demandant s'il ne va pas perdre la valeur de son savoir-faire en en livrant la substance. Car s'il est vrai que les méthodes de l'analyse technique peuvent s'exposer simplement et de façon assez exhaustive, et si leur connaissance est largement répandue (ce à quoi cet ouvrage devrait contribuer), comment pourront-elles rester profitables ? Pour que les figures du chartisme gardent leur réalité et leur pouvoir prédictif, il faut évidemment que les arbitrages qu'elles permettent de réaliser ne soient pas trop faciles à répliquer. Ou encore, pour que le groupe des intervenants avertis puisse gagner aux dépens du groupe des investisseurs irrationnels, il faut que le second reste assez important, en volume d'opérations, par rapport au premier. Thami Kabbaj semble ne pas en douter. Probablement parce qu'il pense que l'acquisition d'un savoir-faire en ce domaine requiert du temps et des qualités personnelles, ce dont tout apprenti trader ne dispose pas spontanément. Au demeurant, s'il est vrai que le trading est un art, on peut en avoir les compétences sans en avoir le don. Mais n'est-on pas alors aux limites de l'inexplicable ?

Voilà une des nombreuses questions que la lecture de cet ouvrage ne manquera pas de susciter. Car, n'en doutons pas, ce livre ne mettra pas un terme aux discussions et polémiques entre partisans et adversaires de l'analyse technique. Le sujet est trop complexe et trop subtil pour que le débat trouve aussi simplement une conclusion. Il y a encore de la place, en ce domaine, pour d'importants travaux complémentaires, et Thami Kabbaj n'est sans doute pas au bout de son projet de recherche. Il n'empêche qu'il nous offre ici un exposé clair, complet et compétent de ces méthodes d'analyse des marchés, qu'il connaît et maîtrise parfaitement, ce qui intéressera les praticiens et plus généralement tous ceux qu'intéresse le fonctionnement des marchés financiers. Et ce qui suscitera, je l'espère, des vocations chez les étudiants en économie et finance.

Mais pour moi, je le répète, le plus grand intérêt de cet ouvrage réside dans ses réflexions profondes et bien argumentées sur les fondements théoriques de l'analyse technique. L'exercice est vraiment original et je l'estime à la fois bien réussi et prometteur. Ce qui incitera les enseignants et chercheurs en finance, sinon à se convertir au chartisme, du moins à explorer les pistes qui sont ici ouvertes. Et aussi à réviser, comme je l'ai fait moi-même, leurs condamnations trop péremptoires de l'analyse technique.

Jean-Paul Pollin

Professeur à l'Université d'Orléans

Introduction

« La spéculation est le jeu le plus fascinant au monde. Mais, il ne s'agit pas d'un jeu pour les stupides, les paresseux, les personnes fragiles émotionnellement ou même pour les aventuriers. Ils mourront pauvres. »

Jesse Livermore

Durant ma carrière professionnelle, j'ai eu l'opportunité de donner de nombreuses conférences, séminaires et de participer à plusieurs salons (Salon de l'analyse technique, Actionaria, Sibnet, etc.). Dans ces manifestations, j'ai eu l'occasion de rencontrer des professionnels de marché, des étudiants, des médecins, des experts-comptables, des retraités, des salariés, des chômeurs... Lors de ces rencontres j'ai toujours gardé en tête la célèbre phrase de Voltaire qui a probablement influencé mon parcours et a eu un effet déclencheur indéniable : « Entrez dans la Bourse de Londres [...] Là, le juif, le mahométan et le chrétien traitent l'un avec l'autre comme s'ils étaient de la même religion, et ne donnent le nom d'infidèles qu'à ceux qui font banqueroute. »

En matière de trading, la classe sociale¹ d'appartenance, le réseau, les études, et même le travail d'analyse importent peu. Le facteur déterminant du succès dans cette activité réside dans « l'intelligence stratégique ». Un bon trader est un véritable stratège qui sait observer les marchés différemment des autres. Il est capable de se différencier de la foule et a en tête plusieurs coups d'avance. Il sait comment agir de manière quasi instantanée face à tel ou tel cas de figure. N'étant pas héritier, ni aisé, j'ai su que, dans ce domaine, j'aurais ma chance et je l'ai eue. Ce livre est donc particulièrement dédié aux nombreuses personnes que j'ai eu le plaisir de rencontrer et qui m'ont appris beaucoup.

1. Nul besoin d'être un héritier pour réussir dans ce domaine, contrairement à la banque d'affaires où un réseau dense peut faire des merveilles.

Pourquoi ce livre ?

Ce livre me permet de concrétiser un projet qui me tenait à cœur depuis fort longtemps : écrire un livre que j'aurais adoré lire étant étudiant, mais également lorsque j'ai commencé à travailler sur les marchés financiers¹. Malheureusement, beaucoup de livres utilisent des arguments simplistes et restent trop à la surface, d'autres sont exclusivement théoriques et ignorent totalement la réalité des marchés. Il existe trop peu de livres faisant le lien entre le monde académique et celui des praticiens. J'ai donc fait le pari de réaliser un ouvrage solide sur le plan théorique sans négliger l'aspect pratique, autrement dit montrer comment utiliser ce savoir concrètement. Pour réaliser cet objectif, je me suis appuyé sur les principaux travaux de recherche publiés sur le sujet au cours des vingt dernières années ainsi que sur mon expérience personnelle. J'ai également veillé à être compréhensible et pédagogique. Je ne m'adresse pas à une élite (même si je ne la néglige pas et ne la ménage pas dans ce livre) mais au plus grand nombre. En cela, je suis fidèle à John Kenneth Galbraith, qui explique que de nombreux corps de métiers aiment utiliser un langage compliqué pour se donner une certaine importance. Si le langage technique présente des avantages certains pour les professionnels, nous pensons qu'il peut dans certains cas être simplifié. Nous éviterons ici l'étalage de connaissances lorsqu'elles ne concernent pas directement notre sujet et certaines références théoriques importantes, mais non primordiales à notre goût, seront mentionnées sans être détaillées. Pour ce faire, nous aurons recours aux notes de bas de page et, pour les lecteurs soucieux d'approfondir, nous mentionnerons les ouvrages ou articles utiles.

Dans ce livre, je couche sur papier mon expérience personnelle de plusieurs années en tant que trader, trésorier et analyste technique. Cet ouvrage est le fruit de nombreuses recherches, lectures, doutes, questionnements, etc. Cette expérience riche et variée m'a donné l'opportunité de faire de nombreuses rencontres et d'accumuler une quantité importante de connaissances. J'ai également réalisé plusieurs prévisions réussies sur des mouvements majeurs en tendance, notamment :

- le krach de 1998 ;
- le krach de mars 2000 ;
- le krach du 11 septembre 2001 ;

1. Ce livre m'aurait probablement fait gagner énormément de temps.

- le marché haussier enregistré dès 2003 ;
- la crise des subprimes en 2007
- le marché haussier entamé en 2009
- le krach haussier de 2013 et 2014¹
- la forte baisse de l'eurodollar...

Dès lors, pourquoi appeler mon livre *L'Art du trading* ? N'est-ce pas présomptueux de ma part ? Comme pour tout « art », le trading ne se maîtrise que par la pratique et ne relève en rien d'une science exacte. Le trader est un négociant : il achète et vend des titres. Il est conscient qu'il n'existe aucun moyen infaillible de gagner sur les marchés et il développe une méthode adaptée à l'environnement dans lequel il opère et compatible avec sa propre personnalité. Il va choisir les marchés qui lui conviennent en fonction de son expérience, de son intérêt, mais aussi l'horizon de temps sur lequel il va intervenir (court terme, long terme etc.). Il doit impérativement maîtriser un socle commun de connaissances, et nous explorerons tout au long de ce livre le bagage qu'il faut, à notre sens, maîtriser pour devenir un maître dans ce domaine.

Le trading s'apparente à la spéculation² et représente un ensemble de techniques permettant d'acheter (ou de vendre) à bon prix un actif financier et à le revendre à un prix plus élevé (faible). Il existe différents types de trading :

- Le *swing trading* consiste à ouvrir une position à moyen/long terme pour une période allant de cinq jours à un mois. Certains traders optent même pour des horizons plus longs (trois mois à un an).
- Le *day trading* se focalise sur des ouvertures et des clôtures de positions au cours d'une même séance. La durée de la position varie entre 15 minutes à une journée au maximum.
- Le *scalping* correspond à une catégorie active de *day trading*. En effet, le *scalper* a un horizon de temps inférieur à 15 minutes et se positionne uniquement sur des petits mouvements pouvant

-
1. Je parle volontairement de krach haussier car à l'époque plusieurs gérants de premier plan et de traders considéraient que le marché allait baisser. Ils ont donc vendu massivement le marché et ont perdu gros lorsque le marché s'est retourné. Ce fut un krach pour nombre d'intervenants car ils n'avaient pas anticipé la poursuite de la hausse...
 2. La spéculation peut être définie comme une prise de risque délibérée. Elle consiste à anticiper un mouvement de prix et à le jouer. Il s'agit d'une opération purement financière et n'ayant aucune contrepartie physique contrairement aux opérations effectuées par les entreprises sur les marchés financiers.

durer une à deux minutes. Il prend de nombreuses positions (parfois 500 par jour).

Les différentes approches seront abordées au cours de l'ouvrage, même si nous ne rentrons pas dans le détail des techniques¹. Tout n'a pas pu être traité, mais je fais le pari que l'apprenti trader, mais aussi le trader aguerri, disposeront désormais d'un ouvrage complet faisant le point sur les techniques modernes les plus performantes ainsi que sur les principales avancées de la théorie financière. Après les avoir maîtrisées, le trader pourra enrichir les techniques développées dans ce livre en se fondant notamment sur sa propre expérience et sur ses recherches.

Par ailleurs, je tiens à préciser que je ne cherche pas à promouvoir une méthode infaillible, mais essentiellement à orienter le trader et à lui faire gagner du temps. Loin de moi l'idée de vendre du rêve. La plupart du temps, les traders débutants recherchent une méthode infaillible qu'ils pourront utiliser quelles que soient les conditions de marché. Ils réalisent avec le temps que les marchés sont complexes et évoluent en continu. Rechercher un système infaillible est une gageure ; un système efficace il y a un an ne l'est plus nécessairement aujourd'hui. Par contre, il est possible pour un trader de développer un système offrant une probabilité de réussite élevée ainsi que l'attitude requise pour mettre en œuvre ce système de trading. Oublier la quête du Graal est la condition *sine qua non* pour le conquérir. En se focalisant sur le processus, le trader aura plus de chances de sortir gagnant que s'il est marqué après chaque perte subie, celles-ci étant quasi inévitables dans cette activité.

Je tiens également à préciser que je défends un point de vue personnel et que je ne prétends guère être omniscient. Parmi les qualités les plus importantes en trading figurent l'ouverture d'esprit et l'absence d'ego. Je suis fidèle en ce sens à la maxime du philosophe Montaigne : « Que sais-je, sinon que je ne sais rien. » C'est pour cela que je suis ouvert au débat contradictoire sur mon blog www.thami-kabbaj.com ou sur une autre tribune pour défendre mes idées², pour éclairer mes propos et même me remettre en cause si tel était le cas. J'ai beaucoup appris au cours des dernières années et je sais qu'il me reste beaucoup à apprendre...

-
1. Étant donné le volume conséquent de ce livre, je n'ai pas pu traiter tout ce que je souhaitais. J'espère disposer de suffisamment de temps pour rédiger un livre exclusivement dédié aux stratégies de *day trading* et de *swing trading*.
 2. La seule contrainte étant le temps.

Apporter ma pierre à l'édifice

De nombreuses personnes sont sceptiques lorsqu'un nouveau livre est publié. Elles estiment que le trader ou l'analyste ne voudra pas réellement livrer ses connaissances. Qu'en est-il de l'art du trading ? En écrivant ce livre, vais-je réellement dévoiler toutes mes connaissances dans ce domaine ? Pour être honnête, je pense que cela est matériellement impossible, car rien ne remplace une expérience concrète de marché. En revanche, je livre dans cet ouvrage l'essentiel des connaissances qui à mon sens doivent être maîtrisées par un trader mais aussi par un analyste, un économiste et tous les intervenants intéressés par la finance de marché. Ces connaissances devront ensuite être assimilées et maîtrisées par le trader pour pouvoir être appliquées efficacement sur les marchés.

J'ai énormément appris et progressé en lisant les livres écrits par les grands traders et analystes éminents. Ils m'ont apporté beaucoup et je leur serai à tout jamais reconnaissant. La lecture de ces ouvrages m'a permis de mieux comprendre la logique derrière le comportement en apparence aléatoire des cours boursiers, ainsi que la juste attitude¹ à adopter sur les marchés. Il me semblait important et juste d'apporter ma pierre à l'édifice. Par ailleurs, un livre représente un témoignage et j'avais envie à ce moment de ma vie de faire le point sur l'état de mes connaissances, mais aussi de les partager.

Enfin, cette transmission de connaissances m'a permis de mettre de l'ordre dans mes idées et, incidemment, le travail considérable de recherche et d'autocritique effectué m'a donné la possibilité de progresser et de mieux maîtriser mes techniques. En écrivant un livre aussi ambitieux, je me suis donné les moyens d'effectuer les recherches nécessaires, démarche qui m'a été profitable tant sur le plan intellectuel que sur le plan opérationnel.

Vais-je perdre tout avantage en livrant mon savoir-faire ?

À cette question je répondrai par la négative. Les individus seront toujours dominés par leurs biais psychologiques. Par ailleurs, dans

1. La psychologie est à notre sens un aspect déterminant pour la réussite du trader et a été amplement développée dans le cadre de mon autre livre, *Psychologie des grands traders* (Eyrolles, 2007).

ce livre, je désacralise la notion de gourou et je montre que tout individu peut devenir et même s'autoproclamer gourou. Il n'est pas difficile d'anticiper les mouvements puissants en se basant sur certains concepts simples ayant fait leurs preuves : une personne qui se trouve au bon moment et au bon endroit (de préférence au sein d'une prestigieuse banque anglo-saxonne) peut devenir gourou du jour au lendemain. Si ces gourous sont indéniablement des personnes intelligentes, ce n'est pas leur intelligence qui explique leur succès mais plutôt le facteur chance. Les gourous sont souvent créés par un système (tout comme les stars) et ont une durée de vie limitée. Ils sont d'ailleurs les principales victimes de leur jeu : quand le marché leur donne raison, ils sont portés aux nues par leurs admirateurs mais quand ils se trompent, ils sont totalement discrédités et disparaissent du jour au lendemain de la scène médiatique. Qui se souvient encore de Prechter ou de Granville et même, plus proche de nous, d'Abby Cohen ou de Mary Meeker, surnommée « la reine de l'Internet » à la fin des années 1990 ? Les gourous sont comme les modes : ils sont éphémères. Je suis convaincu qu'il n'y a aucun secret ni aucune martingale sur les marchés et que la clé du succès dans ce domaine repose sur le travail, la discipline et la totale maîtrise des techniques d'analyse. Un autre conseil que je donne aux apprentis traders : devenez trader mais pas gourou...

Je n'ai donc aucune crainte de livrer dans cet ouvrage une grande partie de mes connaissances sur les marchés et je ne pense pas que cela me mette en danger ou me fasse perdre tout avantage. De nombreux opérateurs interviennent tous les jours sur le marché et il est peu probable que ceux-ci reprennent mes techniques. Par ailleurs, je ne pense pas révolutionner les marchés : les concepts que j'avance existent déjà sous d'autres formes. J'essaie seulement de les rendre plus intelligibles afin qu'un trader puisse se les approprier complètement. Enfin, je suis du même avis que le grand trader Richard Denis, qui estime que même en publiant ses techniques dans un journal, peu de traders les auraient suivies. Je suis convaincu que la méthode d'analyse est importante mais qu'elle n'est pas le seul facteur explicatif du succès d'un trader. Un bon trader doit être capable de s'extraire du consensus dominant et, quand les conditions l'exigent, être prêt à agir. Il doit canaliser ses émotions et ne pas être influencé par celles-ci. Mon expérience professionnelle m'a prouvé cela.

En 1998, analyste technique au sein d'un cabinet réputé, j'étais extrêmement haussier en début d'année alors que le responsable de l'analyse était baissier. Il m'expliquait que le marché allait baisser et répétait à ses clients les mêmes arguments de manière quasi mécani-

que. Il s'entêtait dans son raisonnement au lieu d'analyser froidement les graphiques. Quand je lui montrais pourquoi j'étais haussier, il me répondait que j'avais un biais haussier... J'ai malgré tout suivi mon bon sens et recommandé à mes clients d'acheter. Le marché a fortement progressé entre-temps et six mois après, ce même chef analyste était devenu haussier sur le marché et investissait dans des Sicav. Il avait totalement changé de point de vue et se mettait à annoncer à tous ses clients qu'il s'agissait d'un marché extraordinaire, sur lequel il fallait absolument être investi. Quelque temps après, je viens le voir et je le mets en garde en lui montrant les signaux négatifs présents sur la plupart des indices boursiers et sur les valeurs bancaires sur lesquelles il était positionné. Je lui recommande donc de couvrir son portefeuille mais il ne veut rien entendre et s'entête dans son raisonnement, haussier cette fois-ci. À présent, il ne me dit plus que j'ai un biais haussier et m'explique que je suis impulsif et qu'un bon trader doit savoir tenir sa position. Le marché s'effondre et il perd gros dans l'affaire. Cet exemple m'a marqué à vie car il prouve qu'une personne même brillante et maîtrisant parfaitement les techniques d'analyse pouvait être un piètre trader. Pour ma part, j'ai toujours mis de côté mon ego sur les marchés. Mon objectif n'a jamais été de prouver aux autres quoi que ce soit (c'est le dernier de mes soucis) mais il est avant tout de cerner au mieux les marchés financiers et de me prouver que j'ai la totale maîtrise de mes émotions. J'ai le sentiment du travail accompli quand j'applique à la lettre les différentes étapes de ma stratégie. Quant au chef analyste, je pense qu'il préférerait avoir raison plutôt que gagner¹. En août 1998, j'étais un des seuls analystes de la salle des marchés à marteler que le marché allait s'effondrer ; la plupart des autres analystes étaient sceptiques. Même les traders que j'avais en ligne semblaient peu convaincus... Cette situation m'a rendu extrêmement populaire auprès de mes clients (gérants et traders travaillant pour les meilleures institutions anglo-saxonnes et françaises) à tel point qu'ils me réclamaient prioritairement. Pourtant, plusieurs collègues, malgré une expérience bien plus importante (certains étaient analystes techniques professionnels depuis 10 ans), n'ont pas réagi alors que les

1. Cette personne brillante était victime d'un ego surdimensionné, ce qui est souvent une erreur fatale sur les marchés... Pour ma part, j'avais ouvert un compte chez un courtier qui malheureusement ne permettait pas de vendre à découvert (je ne l'ai appris que bien plus tard en voulant passer un ordre de vente à découvert). J'ai donc utilisé le compte d'un ami pour passer un ordre de vente sur le titre Axa avec un levier de cinq. Le titre a perdu très rapidement 20 % (soit une performance de 100 %) et j'ai clôturé juste après la position.

signaux étaient apparents et que la baisse semblait évidente (nous développerons cet aspect dans le chapitre 12, dans lequel nous montrerons comment l'analyse technique permet d'anticiper les retournements majeurs en tendance).

La même situation se posait à moi en 1999. Trésorier d'un grand groupe, tous les cambistes, analystes, économistes m'expliquaient que le dollar allait s'effondrer. Même le célèbre George Soros était haussier sur l'euro. J'avais pour ma part la conviction que le dollar allait progresser en me fondant sur un diagnostic fondé sur des données techniques et fondamentales. J'ai donc conseillé à la direction générale de mon groupe d'adopter une stratégie longue sur le dollar. Autrement dit, il ne fallait pas couvrir les ventes de dollars ; en revanche, les achats de dollars devaient être effectués avant le mouvement haussier. Cette stratégie a été extrêmement bénéfique pour le groupe.

En 2000, responsable de la stratégie et de l'analyse technique d'un cabinet de conseil, je n'ai pas hésité à passer baissier dès le 29 mars 2000 lorsque les signaux ont commencé à virer au rouge. Pourtant, j'étais haussier en 1999 et au début de l'année 2000. À l'époque, j'étais même assez fier de mon pronostic puisque de grands traders comme George Soros ou le légendaire Julian Robertson¹ expliquaient que les marchés étaient devenus totalement irrationnels. Julian Robertson a même expliqué dans une lettre à ses investisseurs :

« À de nombreuses occasions dans le passé, j'ai martelé que la clé du succès du fonds Tiger reposait avant tout sur une résolution ferme d'acheter les meilleurs titres et de vendre les pires. [...] Dans un environnement rationnel, cette stratégie fonctionne. Mais dans un marché irrationnel où les bénéfiques futurs cèdent la place aux acharnés de la souris et du *momentum*, cette logique ne semble plus peser très lourd. »

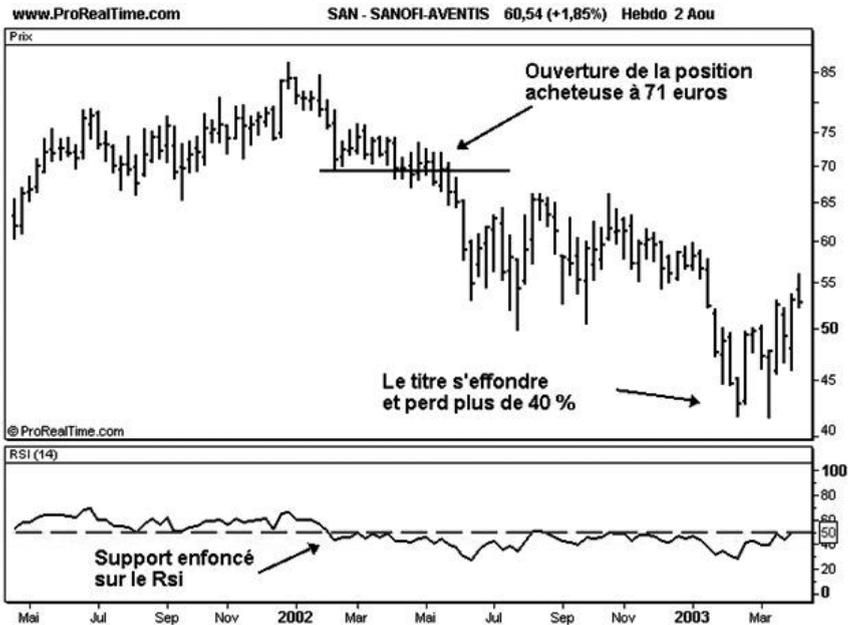
Ces propos sont pour le moins étonnants venant de la part d'une légende du trading. Expliquer la perte de son fonds par l'irrationalité des marchés m'avait surpris à l'époque, car j'ai toujours considéré l'irrationalité sur les marchés comme la règle et non comme une exception...

En juillet 2001, j'étais extrêmement baissier sur le marché (pour des raisons que je développerai au chapitre 12). Au mois d'août 2001, ayant eu vent de mon opinion baissière, un gérant m'appelle et me pose la question suivante : « Thami, tous les analystes de la place sont haussiers et tu es le seul à être baissier. Pourquoi ? » Je lui ai répondu

1. Robertson aurait réussi à évoluer d'un petit fonds de 8 millions de dollars en 1980 à un fonds colossal de 22 milliards de dollars à la fin des années 1990.

que mon diagnostic de marché était extrêmement baissier (tous les indicateurs étaient dans le rouge). Je n'avais aucune idée de ce qui allait se passer mais la configuration du marché était pour le moins inquiétante. Quelque temps après, j'assistais presque paralysé aux effroyables attentats du 11 septembre et à l'effondrement du marché.

En mai 2002, trader au sein d'un *hedge fund* à Londres, le responsable du fonds me vante les mérites du titre Sanofi. Son courtier lui avait brossé un portrait élogieux du titre et il m'en parle comme s'il s'agissait de l'occasion du siècle. Illico presto j'effectue une analyse rapide du titre et une minute après je réponds qu'il s'agissait effectivement d'une excellente opportunité de vente à découvert. Je pense qu'il n'avait pas envie d'entendre cela et, touché dans son ego, il ouvre une position bien plus importante que celle permise par notre système de gestion des risques. Quelque temps après, le titre s'effondre...



Graphique 1 – Sanofi – configuration extrêmement baissière en mai 2002, données hebdomadaires (source : www.prorealtime.com)

Au moment où le gérant souhaitait acheter le titre, le RSI avait déjà cassé sa zone de support, ce qui constituait un signal extrêmement vendeur¹, d'autant plus que cet indicateur avait servi de support à

1. Nous étudierons cette propriété au chapitre 11.

plusieurs reprises au marché. Malgré le consensus haussier à l'époque de la part des analystes financiers, ce simple signal aurait dû pousser le gérant à la prudence. Nous développerons cet aspect aux chapitres 11 et 12.

Dans ce livre, je dévoile les techniques qui m'ont permis d'anticiper ces retournements majeurs de marché. Une fois maîtrisées, ces techniques sont assez simples et efficaces, mais encore faut-il les appliquer et user de bon sens en gérant strictement son risque... L'objectif de cet ouvrage est donc multiple :

- Réunir dans un seul livre la plupart des connaissances indispensables pour une personne désireuse de mieux comprendre les déterminants des cours boursiers mais également les techniques pour les prédire et la meilleure manière d'opérer sur les marchés.
- Développer une approche solide et rigoureuse de l'analyse boursière (combinant analyse technique et analyse fondamentale). Plusieurs techniques seront développées et permettront aux traders novices comme aux aguerris de disposer des outils les plus efficaces pour anticiper les mouvements de marché ;
- Insister sur la dimension stratégique du trading en mettant l'accent sur le *money management*, si souvent négligé en trading.
- Réconcilier le monde universitaire avec celui des praticiens.

À qui s'adresse ce livre ?

Cet ouvrage s'adresse au grand public au sens large. Il intéressera les praticiens de la Bourse (traders, gérants, analystes, économistes de marché), mais aussi les étudiants qui se destinent à des carrières en finance de marché, et enfin à toutes les personnes curieuses et désireuses d'en savoir plus sur les marchés financiers.

Les étudiants en économie/finance

Ce livre conviendra parfaitement aux étudiants des universités et des écoles de commerce. Étudiant en finance, j'étais passionné par les marchés financiers (je le suis toujours) et j'ai lu une quantité importante de livres anglo-saxons et français écrits sur le sujet. J'étais à la recherche d'un ouvrage complet me permettant de comprendre les déterminants des cours boursiers, mais également de me fournir les outils pour anticiper l'évolution des marchés. Cet ouvrage permettra

de répondre à ce besoin mais aussi, je l'espère, d'établir un pont entre le monde de la finance et celui des universitaires et éclairera les étudiants sur les nombreuses questions qu'ils se posent.

Traders novices/traders d'un niveau intermédiaire

Ce livre constituera un livre de chevet et leur évitera de perdre du temps dans de nombreuses lectures inutiles. Ce livre résume l'essentiel de ce qu'il faut connaître en matière d'analyse boursière et de trading. Ils pourront approfondir certains points en ayant recours aux ouvrages des grands maîtres et je suis à leur disposition sur mon blog (www.thamikabbaj.com) pour discuter des livres les plus pertinents, mais aussi pour répondre aux questions qui reviennent fréquemment. Les nombreuses techniques développées pourront être ajoutées à leur arsenal. Lors de l'écriture de cet ouvrage, j'ai pris soin de mettre en évidence la dimension trading et de vulgariser de nombreux concepts théoriques utiles pour la compréhension des marchés. Je ne prêche pour aucune chapelle (économistes, analystes techniques, traders, etc.) et je suis fidèle aux préceptes du grand économiste John Kenneth Galbraith, pour qui toute connaissance peut être transmise de manière simple, sans recours à un jargon abscons et volontairement compliqué.

Les gérants de portefeuille

En tant qu'analyste technique, j'ai eu l'occasion de conseiller de nombreux gérants de portefeuille. Certains appréciaient mes conseils et m'appelaient régulièrement, d'autres appelaient lorsque le marché décalait violemment et qu'ils ne comprenaient pas pourquoi. Face à un décalage inexplicable par les fondamentaux (et il y en a souvent), ils tentaient de trouver une raison fondamentale¹ et technique et cherchaient à connaître l'amplitude du mouvement en question. Devaient-ils couvrir leurs positions avec des produits dérivés (vente de contrats *futures* ou achats de *puts* pour couvrir une position acheteuse par exemple) ? Je trouve dommage que les gérants n'aient pas encore acquis une formation solide en analyse technique. Ils agissent souvent dans la précipitation et ne se comportent pas de manière optimale dans les phases de forte volatilité.

1. Il n'y a parfois aucune explication à un décalage brutal des cours boursiers et même s'il y en avait, le gérant risque de perdre trop de temps à la rechercher au lieu d'agir.

Cet ouvrage leur permettra de découvrir l'importance de la dimension psychologique (certains cours de finance comportementale commencent à être dispensés par la SFAF¹) dans leur métier et surtout l'intérêt d'une méthode comme l'analyse technique, pour mieux décrypter les excès du marché ainsi que les périodes durant lesquelles les cours sont totalement déconnectés des fondamentaux. Cet aspect commence d'ailleurs à être intégré par plusieurs institutions financières qui comptent dans leurs rangs des analystes techniques expérimentés.

Les analystes financiers

Dans ce livre, je n'ai jamais remis en question l'importance de l'analyse financière. Je dispose d'une solide formation dans ce domaine et mon objectif n'est en rien de dénigrer l'apport de cette approche pour l'efficacité économique et sociale d'un pays. Les analystes financiers jouent un rôle important grâce aux recherches qu'ils mènent sur les entreprises et exercent une influence positive indéniable. Ainsi, l'analyse financière profite aux petits actionnaires, mais contribue également à l'intérêt général, puisqu'elle permet d'exercer une pression sur les dirigeants des entreprises et les incite à avoir une gestion irréprochable. Néanmoins, les cours boursiers ne sont qu'en partie déterminés par les fondamentaux et les analystes financiers ne sont que des humains. 99 % des analystes financiers étaient acheteurs en mars 2000. Ce chiffre ahurissant prouve que les analystes financiers n'évoluent pas en vase clos et sont souvent influencés par le point de vue de leurs confrères. Cela peut se comprendre : un analyste financier est rémunéré en fonction de sa performance et a tout intérêt à avoir tort avec la masse plutôt que raison tout seul². S'il est par exemple le seul à recommander un titre à la vente alors que tous les autres sont acheteurs, il sera fortement

-
1. Société française des analystes financiers.
 2. Cette situation s'apparente à l'approche stratégique du type « dilemme du prisonnier » chère aux économistes. Deux criminels sont arrêtés par la police. Les policiers ne disposent pas de preuves mais comptent sur les aveux des deux criminels. Ces derniers ont donc tout intérêt à ne pas avouer pour ne pas aller en prison, mais ils savent que s'ils n'avouent pas ils risquent de se retrouver dans une situation bien plus grave que s'ils avouaient puisque l'autre risque d'avouer. Finalement, ils avouent tous les deux et se retrouvent en prison. Dans ce cas, la stratégie dominante consiste à avouer alors que la stratégie la plus avantageuse pour les deux prisonniers était de ne pas avouer. Cet exemple peut s'appliquer aux analystes financiers puisque la stratégie dominante consiste à se plier au consensus dominant alors que la meilleure stratégie aurait été de mener une analyse indépendante.

discrédité auprès des gérants et de la communauté financière si le titre progresse. En revanche, s'il fait partie des 99 % d'analystes qui disent la même chose, il a très peu de risques d'être licencié. Néanmoins, faire partie du troupeau est une approche qui est bonne quand le consensus sur un titre colle avec son évolution boursière, mais ne permet pas à l'analyste de se différencier quand la majorité des analystes a tort. En effet, un analyste qui est baissier, quand tous les autres sont acheteurs, gagne en crédibilité et se démarque des autres si le marché baisse. Par ailleurs, l'analyse financière semble peu outillée pour relever les déterminants psychologiques des cours boursiers et ne permet pas d'anticiper certains événements (tentative d'OPA, perte de contrats, bénéfices record, etc.) qui sont connus par certains initiés et que l'analyse technique permet de percevoir. Pour la théorie économique, ces événements sont totalement aléatoires et le trader ne peut que les subir. Nous considérons qu'une part d'aléa existe, notamment pour les phénomènes naturels (tremblements de terre, tsunami, etc.) imprévisibles par nature¹. Néanmoins, tous les mouvements boursiers ne sont pas totalement aléatoires et il est souvent possible de les anticiper grâce à l'analyse technique, comme nous le verrons au chapitre 12.

Traders professionnels/gestionnaires de *hedge funds*

Cette catégorie d'investisseurs maîtrise souvent les techniques d'analyse, même s'il m'est arrivé de conseiller des traders travaillant pour de grandes banques anglo-saxonnes, qui ne savaient pas distinguer un RSI d'un MACD. Néanmoins, ils peuvent tomber dans le piège de trop vouloir en faire ou de compliquer leur approche et de perdre du temps inutilement. L'objectif d'un trader professionnel doit être de développer un avantage par rapport à la compétition. Dans ce livre je développe une approche originale du trading et j'insiste énormément sur la dimension stratégique de cette activité. Cet ouvrage leur fournira de nombreux éléments pour parfaire leur système de trading et pour opérer au meilleur niveau.

1. Même si certains scientifiques sont capables de les prévoir avec une certaine fiabilité.

Analystes techniques

Au-delà des techniques que l'on peut retrouver, pour certaines, dans des ouvrages réputés, les analystes techniques professionnels ont tout intérêt à lire ce livre pour les raisons suivantes :

- Les analystes techniques sont souvent regardés comme des curiosités par leurs collègues (économistes, analystes financiers, etc.) et la méconnaissance totale des fondements de l'analyse technique pousse certains universitaires à assimiler les analystes techniques à des astrologues.
- En insistant sur les fondements théoriques de l'analyse technique, cet ouvrage leur évitera les discussions stériles sur la fiabilité de l'analyse technique. L'analyste technique disposera d'éléments théoriques permettant de faire le lien entre la théorie financière et son activité quotidienne. L'analyse technique peut être mobilisée comme un outil de prévision, mais également dans une optique stratégique, aussi tout gestionnaire visant la performance absolue (et pas seulement à battre les indices de 1 %) a tout intérêt à s'en servir et à la maîtriser.

La première édition de *L'Art du trading* a été diffusée en octobre 2007. Depuis cette période, nous avons vécu une période de marché baissier mais également un rebond puissant entamé en mars 2009 et qui s'est poursuivi jusqu'en juin 2015 (moment où je termine d'écrire cet ouvrage). Ce fut une très belle période de marché et j'en profite pour partager avec vous cet article dans lequel je reviens sur le bilan de 2014 et 2013 (<http://www.thamikabbaj.com/bilan-exceptionnel-des-tkliens-en-2014/>).

Les techniques développées dans cet ouvrage auraient permis à l'investisseur ou au trader aguerris de minimiser les risques durant cette période très volatile et même de capter de nombreux mouvements puissants.

Je vous souhaite une excellente lecture et suis à votre disposition sur mon blog pour répondre à vos questions, mais également pour lire vos suggestions.

Thami Kabbaj

Partie 1

Les marchés financiers sont-ils rationnels ?

Cette partie intéressera tout particulièrement les professionnels de marché ainsi que les étudiants en finance de marché. Il s'agit d'une synthèse des principaux courants de pensée, qui se base sur les articles écrits par les spécialistes les plus en vue du moment. Cette partie vise la compréhension des déterminants des cours boursiers, ce qui nous semble être un impératif pour la suite. Elle est indispensable pour tout trader novice ou aguerri. La méconnaissance des travaux réalisés sur le sujet est flagrante et à notre sens, l'opérateur a beaucoup à apprendre des écrits théoriques existant dans ce domaine. Certains gérants de portefeuille se targuent de recourir à l'analyse fondamentale sans réellement connaître les fondements théoriques de cette approche, ni ses faiblesses (et elles sont nombreuses). Nous avons donc insisté sur ses apports mais également sur ses défaillances. Une place conséquente a été réservée aux nouvelles théories financières, notamment la finance comportementale et l'école des conventions. Dans cette partie, le lecteur disposera des principaux résultats de la théorie financière moderne, sans être rebuté dans son apprentissage par des formules mathématiques inutiles à notre sens.

L'analyse fondamentale est-elle encore pertinente ?

« Les économistes font rarement de bons spéculateurs, ils réfléchissent mal. »

Paul Krugman¹

Le rapport de l'ancienne présidente de la SEC², Laura S. Unger, a montré que près de 99 % des recommandations émises par les quelques 28 000 analystes financiers américains, juste avant le krach de mars 2000, étaient « d'acheter ou de conserver » les titres.

Lors d'une conférence, Michel Prada, le président de l'AMF, s'est interrogé en ces termes sur la versatilité des marchés :

« Comment les marchés financiers ont-ils pu se tromper aussi lourdement pour ensuite corriger aussi brutalement les engouements passés ? Ne sont-ils pas au meilleur niveau de l'efficacité ? [...] Les opérateurs sont de mieux en mieux formés ; les informations circulent à la vitesse de la lumière et peuvent être acquises aux meilleures conditions d'égalité d'accès et de coût. Comment, dès lors, ces opérateurs peuvent-ils passer successivement de l'excès d'enthousiasme à un excès de déprime et ce, sans réelle transition ? »

Pourtant, l'analyse dite « fondamentale »³ est encore considérée comme « l'approche de référence » et constitue souvent le principal outil d'aide à la décision de nombreux gérants de portefeuille, qui louent sa rigueur scientifique. Selon ses adeptes, elle permettrait de valoriser au mieux les principaux actifs financiers en calculant leur

1. *L'Amérique dérape*, Flammarion, 2004.

2. *Securities exchange commission*, équivalent de l'Autorité des marchés financiers en France.

3. Le terme de « fondamentaliste » a été popularisé par les travaux de Frankel et Froot [1990] consacrés à la formation du taux de change, qui opposent « fondamentalistes » et « chartistes ».

valeur fondamentale, également qualifiée de « valeur intrinsèque » ou « valeur réelle ». Pour certains économistes, le prix d'un actif financier doit tendre vers cette valeur fondamentale à long terme.

Les fondements théoriques de la valeur fondamentale

L'analyse fondamentale se fonderait sur des principes théoriques solides et postule qu'à long terme, tout cours boursier devrait tendre vers sa valeur fondamentale. Durant de nombreuses années, elle a été la principale méthode enseignée dans les universités du monde entier, sa crédibilité étant en grande partie expliquée par l'étroite collaboration entre le monde académique et le monde financier.

Dans les faits, beaucoup d'intervenants parlent de l'analyse fondamentale sans en connaître les fondements théoriques. Cette méthode a été fortement influencée par la théorie économique, notamment par l'école néo-classique et la théorie de l'efficience des marchés financiers.

Néanmoins, ces dernières années, les critiques se sont faites de plus en plus nombreuses sur la pertinence de cette méthode d'analyse. Les nombreux scandales financiers, les piètres performances de certains analystes financiers et gérants de portefeuille, ainsi que les récentes avancées théoriques sapent les fondements mêmes de l'analyse fondamentale. Si l'analyse fondamentale est utile pour mesurer la « valeur » d'un actif financier, elle présente néanmoins de nombreuses limites et ne semble pas être une méthode appropriée pour anticiper les mouvements de marché, notamment les mouvements violents (krachs) et les bulles financières.

Revenons à présent sur les hypothèses émises par la théorie financière traditionnelle pour mieux mettre en évidence ses faiblesses et tenter de répondre à la question suivante : « L'analyse fondamentale permet-elle de prédire de manière satisfaisante l'évolution des cours boursiers ? »

La valeur fondamentale est un concept extrêmement puissant qui a influencé de manière décisive les politiques économiques menées au cours des dernières décennies. Or, il nous semble difficile de

comprendre la valeur fondamentale sans en connaître les fondements théoriques.

Nous effectuerons donc dans un premier temps un bref rappel des théories économiques originelles, puis montrerons dans un second temps comment les théories économiques modernes s'en sont inspirées. Ce détour par la théorie économique nous permettra de mieux comprendre les principales réformes menées au cours des dernières décennies, visant à accroître l'efficacité des marchés financiers ainsi que les influences théoriques de l'analyse fondamentale.

Les précurseurs

Adam Smith, le chantre du libéralisme et de l'individualisme

Selon le professeur Saint-Étienne¹, le libéralisme a eu dès le départ comme objectif avoué d'assurer la liberté de l'homme, et était considéré comme le meilleur moyen d'abattre la royauté absolue. Selon cette doctrine, l'individu est un être titulaire de droits imprescriptibles du seul fait de sa naissance. Il peut disposer librement de sa personne et de ses biens, penser et communiquer à sa guise, mais également échanger et entreprendre.

Adam Smith, universitaire écossais du XVIII^e siècle, est l'un des premiers économistes à militer en faveur de la doctrine libérale. Il considère que la liberté des individus permet d'atteindre une situation profitable à la société dans son ensemble et affirme sans détour dans son célèbre ouvrage² :

« Ce n'est pas de la bienveillance du boucher, du boulanger ou du marchand de bière que nous attendons notre dîner, mais bien du soin qu'ils apportent à leur propre intérêt. »

Chaque individu, en recherchant son intérêt propre, contribue de manière non intentionnelle à améliorer le bien-être de la société. En effet, dans une économie de marché, toute personne va chercher à accroître sa satisfaction personnelle par un enrichissement financier.

1. *Dictionnaire des sciences économiques*, PUF, 2001.

2. Adam SMITH, *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*, 1776.

Spontanément, l'individu va sélectionner les secteurs les plus prometteurs ou ceux pour lesquels il dispose des compétences les plus élevées. Pour ce faire, il va s'efforcer d'offrir le meilleur produit ou service possible afin de s'attirer les faveurs de ses clients, ce qui bénéficiera indirectement aux autres, même si telle n'était pas l'intention de départ.

Ainsi, les opérations des agents, en apparence indépendantes les unes des autres, seraient coordonnées par une « main invisible » qui permettrait de réaliser l'intérêt général. La recherche de l'enrichissement personnel profite au bien-être global puisqu'elle incite à la création de nouvelles entreprises, à embaucher, à donner le meilleur de soi-même et au final à dynamiser l'activité économique :

« L'individu, en travaillant pour son intérêt personnel, travaille de manière bien plus efficace pour l'intérêt général que s'il avait réellement l'intention d'y travailler¹. »

Dans ces conditions, le rôle de l'État doit se limiter aux fonctions dites « régaliennes » (police, armée, justice) et dans une certaine mesure à la construction de routes, de ponts et de certaines infrastructures publiques. En effet, il est difficile d'empêcher l'utilisation par une personne d'une infrastructure publique, car comment lui faire payer cette prestation² ? Dès lors, sans intervention de l'État, de nombreux biens publics (éclairage public, route, éducation etc.) ne seraient pas produits. Cette approche est néanmoins contestée par certains économistes ultralibéraux qui considèrent que tout peut être privatisé (l'exemple le plus célèbre est celui des droits à polluer de Ronald Coase, prix Nobel d'économie en 1991). Ainsi, l'État ne doit en aucun cas intervenir dans la sphère privée, ni interférer avec les mécanismes de marché qui vont naturellement amener l'économie vers une situation optimale.

Pour résumer

Pour les économistes classiques, le meilleur moyen de propulser l'intérêt général est de favoriser l'initiative individuelle. Cette approche met en avant la liberté des individus, mais aussi l'individualisme, comme facteurs déterminants dans l'accroissement du bien-être de la société.

1. M. Montoussé, *Théories économiques*, Éditions Bréal, 1999.
2. Dans cette optique, il aurait fallu établir des péages partout, ce qui est inconcevable et surtout peu économique.

L'école néo-classique ou la démonstration mathématique de la supériorité du libéralisme

La science économique moderne a été profondément influencée par les travaux de trois économistes de la fin du XIX^e siècle : le Français Léon Walras, de l'université de Lausanne, l'Autrichien Carl Menger et le Britannique William Stanley Jevons. Cette école néo-classique, également qualifiée de marginaliste, va contribuer à asseoir la supériorité de l'économie de marché promulguée par Adam Smith et ses disciples. Elle apportera la démonstration mathématique¹ des postulats posés par l'économiste écossais.

Les économistes néo-classiques vont proposer une représentation du fonctionnement de l'économie qui repose sur deux principes :

- **La rationalité des individus** : les individus agissent en utilisant au mieux les ressources dont ils disposent et compte tenu des contraintes qu'ils subissent. Ils sont omniscients, supercalculateurs et se basent sur toute l'information à leur disposition pour prendre une décision. Dès lors, la flexibilité des prix revêt une grande importance. Il s'agit en effet de laisser au marché le soin de réaliser les allocations les plus efficaces pour l'ensemble de la société : l'État n'a pas à intervenir. Le marché est autorégulateur au sens où la flexibilité des prix permet une égalisation de l'offre à la demande sur chacun des marchés, et donc un retour à l'équilibre, qui représente une situation où l'offre est égale à la demande sur un marché. L'équilibre général correspond quant à lui à une situation d'équilibre sur tous les marchés (travail, biens et services, monnaie).
- **La concurrence pure et parfaite des marchés** : pour que la concurrence soit considérée comme pure et parfaite, de nombreux critères devront être respectés : la transparence du marché, la présence de nombreux participants, l'homogénéité du produit et la libre entrée sur le marché, qui empêche toute entente ou collusion entre les vendeurs. La concurrence pure et parfaite conduit, selon ces auteurs, à une utilisation optimale des ressources de l'économie et permet de maximiser le bien-être de l'ensemble de la société, d'où son importance. Selon les économistes néo-classiques, la situation de concurrence pure et parfaite permet de maximiser la satisfaction des consommateurs

1. Nous ne développerons pas cette partie pour des raisons évidentes. Nous invitons les lecteurs désireux d'approfondir ce domaine à consulter un bon manuel de micro-économie.

(ou surplus des consommateurs). Lorsque les prix ne sont plus flexibles (prix fixés par l'État, taxes diverses, prix imposés par un monopole, etc.), le surplus du consommateur n'est pas maximisé et la société dans son ensemble subit une perte de bien-être. Les économistes d'inspiration néo-classique recommandent des politiques favorables à la concurrence et à la déréglementation des différents marchés (marché du travail, marché des biens et services, marché des capitaux). Pour atteindre cet état jugé optimal, il faut éliminer les situations de monopole, les effets externes, les coûts de transaction. Cette approche a été étendue aux marchés financiers qui, selon les libéraux, doivent être déréglementés pour accroître le bien-être global et l'efficacité économique.

La loi de l'offre et de la demande, clé de voûte de l'économie de marché

Le système de prix est la clé de voûte de la théorie néo-classique. Il possède un rôle informationnel puissant et permet à une économie de fonctionner parfaitement de manière décentralisée et sans recours à l'État. Nul besoin de la force publique pour décider des secteurs porteurs dans lesquels investir. Les agents, supposés rationnels, vont être guidés par le système de prix dans leur prise de décision et dans l'allocation de leurs ressources.

Selon la théorie néo-classique, le prix résulte de la confrontation entre l'offre et la demande. La loi de l'offre et de la demande, pilier de l'économie de marché, repose sur plusieurs hypothèses :

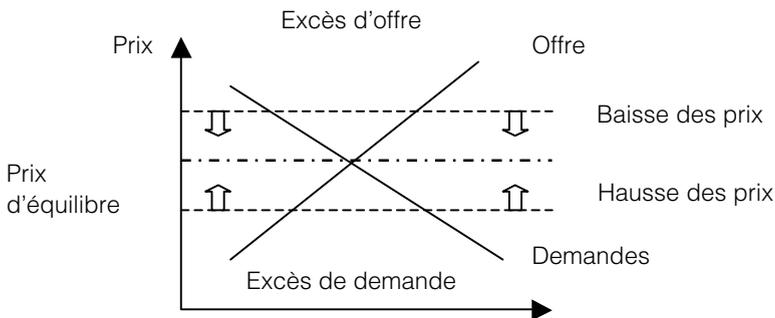
- **L'offre est une fonction croissante des prix.** Une entreprise choisira de produire plus si le prix en vigueur sur le marché est supérieur au coût de production du bien en question. Une hausse du prix signifie que la production du bien devient profitable pour d'autres entreprises et provoquera une hausse de l'offre.

La hausse des cours du baril a entraîné de nouveaux investissements dans des régions où le forage de puits n'était pas justifié auparavant, puisque non profitable. La hausse des prix va donc engendrer une hausse de l'offre.

Cependant, la hausse de l'offre n'est pas nécessairement immédiate : il faut d'abord investir dans la recherche de nouveaux puits, ensuite dans le matériel, ce qui risque de prendre du

temps. Néanmoins, à moyen/long terme, l'argument reste valable et la hausse des prix attirera de nouveaux producteurs et permettra ainsi une hausse de l'offre.

- **La demande est une fonction décroissante des prix.** L'argument le plus utilisé pour illustrer cette propriété est celui des biens de consommation. Ainsi, la baisse du prix d'un téléphone portable va, sous certaines conditions, provoquer une hausse de sa demande.
- **La flexibilité des prix permet un retour systématique à l'équilibre,** autrement dit une situation où l'offre est égale à la demande. Dans une situation de déséquilibre (offre supérieure ou inférieure à la demande), la flexibilité des prix va permettre un retour à l'équilibre. Le prix d'équilibre est celui qui permet d'égaliser l'offre à la demande et correspond à une situation où il n'y a ni excès d'offre, ni excès de demande.



Graphique 1.1 – La loi de l'offre et de la demande

La représentation graphique de la loi de l'offre et de la demande permet de tirer les constatations suivantes :

- Lorsque le prix d'un bien est inférieur à son prix d'équilibre, la demande est généralement supérieure à l'offre. Dans ce cas, l'excès de demande va provoquer une hausse des prix, qui va à son tour entraîner une hausse de l'offre et *in fine* un retour à l'équilibre.
- Inversement, une offre supérieure à la demande engendrera une baisse des prix, ce qui aura comme effet une baisse de l'offre et une hausse de la demande, et au total un retour à l'équilibre.

Pour résumer

Pour la théorie néo-classique, une situation de déséquilibre ne persiste jamais longtemps lorsque la propriété de flexibilité des prix est respectée. L'économie de marché est considérée comme le système économique le plus efficace, c'est-à-dire celui qui maximise le bien-être de l'ensemble de la société. Cette situation n'est réalisable que quand deux hypothèses sont vérifiées, à savoir celle de la rationalité des individus, et la condition de concurrence pure et parfaite. Cette approche a fortement influencé les réformes économiques menées dans les années 1980.

Le renouveau de l'approche libérale

L'approche néo-classique a perdu du terrain au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. La crise de 1929 a remis en cause le principe de l'autorégulation des marchés, qui pose le retour automatique du marché à l'équilibre grâce à la flexibilité des prix, sans que l'État n'ait besoin d'intervenir. Selon les économistes néo-classiques, l'intervention de l'État est jugée non seulement inutile, mais également néfaste. Elle peut être à l'origine de déséquilibres (chômage, inflation, etc.). Dans les années 1950, de nombreuses politiques d'influence keynésienne ont été mises en place. Néanmoins, la stagflation des années 1970 a permis le retour en force des thèses libérales.

Keynes et la nécessaire intervention de l'État

L'approche néo-classique considère que la flexibilité des prix permet un retour instantané à l'équilibre. Si l'État n'intervient pas dans la fixation des prix, aucune situation de déséquilibre (chômage, inflation, etc.) ne devrait persister très longtemps.

Pour le célèbre économiste britannique J.M. Keynes, la crise de 1929 a montré les limites de cette approche. En effet, la flexibilité des prix n'a pas permis de résorber le chômage ni d'empêcher l'aggravation de la crise.

Le raisonnement néo-classique pose qu'en situation de chômage (situation où l'offre de travail des salariés est supérieure à la demande de travail des entreprises), les salaires devraient baisser. La baisse des salaires va à son tour provoquer une baisse de l'offre de travail et une hausse de la demande de travail, ce qui aura comme effet la réduction du chômage et un retour à l'équilibre.

Keynes a repris à son compte la crise de 1929 pour expliquer comment le chômage pouvait perdurer même en situation de parfaite flexibilité des salaires. Selon l'économiste britannique, le salaire est

un revenu, et une baisse des salaires constitue une perte de pouvoir d'achat qui provoque une baisse de la demande de biens et de services de la part des individus. Cette baisse de la demande est anticipée par les entrepreneurs, qui vont à leur tour diminuer leur production et revoir à la baisse leurs besoins en main-d'œuvre. Cette situation crée un cercle vicieux avec une nouvelle augmentation du chômage, qui provoque à son tour une nouvelle baisse de la demande anticipée et donc de nouveau du chômage.

Pour contrecarrer les effets pervers de ce cercle vicieux, Keynes a préconisé la mise en place d'une politique de redistribution des revenus. En effet, il montre, à travers la loi psychologique fondamentale, qu'une augmentation du revenu entraîne une hausse moins que proportionnelle de la consommation, puisque la propension à consommer – ou part du revenu allouée à la consommation –, diminue. Une politique de redistribution peut soutenir la consommation globale, puisque la propension marginale à consommer des bas revenus est supérieure à celle des ménages les mieux lotis. Un prélèvement de revenus aux catégories favorisées et un versement aux catégories défavorisées permettront d'augmenter la demande globale et auront un impact certain sur la croissance économique.

L'approche keynésienne va influencer de manière décisive les politiques économiques menées après la Seconde Guerre mondiale. Durant cette période, l'échec du marché cède la place à l'État providence. Ce dernier va fournir à la société les biens publics (infrastructures diverses, système éducatif, défense, etc.) dont elle a besoin, mais aussi pratiquer une politique de redistribution jugée non seulement juste mais également efficace sur un plan économique. Cette politique consiste à effectuer une redistribution des revenus les plus élevés vers les personnes aux revenus les plus faibles et se fonde sur la loi psychologique fondamentale.

La crise des années 1970, qualifiée de stagflation, va permettre un retour en force des idées néo-classiques. Durant cette période, les politiques de relance ont eu comme seul effet un regain de l'inflation et une aggravation du déficit commercial sans impact positif sur la croissance.

L'exemple le plus célèbre est sans conteste celui de la relance menée en France en 1982 au lendemain de l'élection du président François Mitterrand. La France était le seul pays à mener une telle politique alors que tous les autres pratiquaient une politique de rigueur. Le gouvernement a ainsi été confronté à un déficit commercial record durant cette période et forcé de se plier à la dure réalité des marchés en appliquant une politique de rigueur.

Les néo-classiques et l'inefficacité des politiques économiques

La première critique émanera du Prix Nobel de 1976, Milton Friedman. Ce dernier remet en cause l'approche keynésienne selon laquelle la redistribution serait efficace. La loi psychologique fondamentale, émise par Keynes, considère que les agents économiques se fondent sur leur revenu courant lors de la décision de consommation. Autrement dit, un individu va se baser exclusivement sur son revenu actuel pour consommer. Milton Friedman va détruire l'édifice keynésien en démontrant que la décision de consommation et d'épargne des agents économiques repose essentiellement sur le revenu permanent.

Pour évaluer son revenu permanent, un individu va prendre en compte ses revenus passés, son revenu courant et enfin ses revenus à venir. Cette approche permet d'expliquer comment une personne peut maintenir constante sa consommation, malgré la forte variation de ses revenus. Un étudiant va en moyenne consommer plus qu'il ne gagne, un actif va généralement épargner et un retraité puise dans l'épargne accumulée durant son activité. L'hypothèse du revenu permanent trouve sa véracité dans le fait qu'elle a été accréditée par de nombreuses recherches. Ainsi, la hausse du revenu courant d'un individu à court terme ne va pas nécessairement entraîner une hausse de sa consommation. Dès lors, toute politique de redistribution ou de relance de la consommation est inefficace puisque la décision de consommation repose exclusivement sur le revenu permanent de l'individu. Ces constats permettront aux économistes proches de l'école monétariste de prôner l'inefficacité des politiques de relance.

Milton Friedman va également montrer l'inefficacité de la politique monétaire en introduisant le concept des « anticipations adaptatives ». Les anticipations sont adaptatives, au sens où les individus vont se baser sur les politiques monétaires menées dans le passé pour effectuer leurs anticipations. Si la politique monétaire peut tromper les individus à court terme en leur donnant l'impression d'un pouvoir d'achat plus élevé, ce n'est pas le cas à long terme. Les agents prennent en compte l'inflation pour calculer leur pouvoir d'achat et ne sont dès lors plus dupés par la politique monétaire.

La nouvelle école classique ira encore plus loin en introduisant l'hypothèse des anticipations rationnelles. Elle affirme que les agents économiques disposent du bon modèle d'analyse et qu'en moyenne, ils parviennent à anticiper les principales variables éco-

nomiques. Dès lors, toute politique cherchant à les induire en erreur est inefficace, même à court terme. Selon ces économistes, il ne sert à rien de mener une politique de relance et il est préférable que le pouvoir politique se tienne à l'écart des décisions économiques.

Ces approches vont insister sur la nécessaire séparation entre le monde politique et la sphère économique et ont fortement influencé les politiques économiques menées au sein des pays développés. La nouvelle école classique va mettre en avant la nécessité de mener une politique monétaire indépendante avec des personnes nommées pour leurs compétences et sans aucun mandat politique. C'est le cas en Europe avec la banque centrale européenne, qui est indépendante du pouvoir politique. Aux États-Unis, le banquier central dispose également d'une autonomie assez importante, même s'il a des comptes à rendre.

L'école des choix publics : l'État, un mauvais gestionnaire ?

Arthur C. Pigou, économiste britannique de l'école néo-classique, considérait l'État comme un « dictateur bienveillant ». Il était favorable à l'intervention de l'État dans certains domaines tels que les biens publics, et il ne voyait pas d'un mauvais œil la redistribution des revenus les plus élevés vers les revenus les plus faibles.

L'école des choix publics va radicaliser la pensée néo-classique et remettre en question le soi-disant altruisme de l'État. Elle a une influence considérable au cours des années 1980 et 1990.

Cette école, dont les chefs de file sont J. Buchanan (prix Nobel en 1986) et G. Tullock, rejette cette conception de l'analyse économique traditionnelle selon laquelle l'État serait un dictateur bienveillant. Buchanan et Tullock considèrent que les objectifs des décideurs politiques ne coïncident pas nécessairement avec l'intérêt général. Pour étayer leur analyse, ils vont reprendre l'approche d'Adam Smith en matière d'individualisme, selon laquelle les hommes politiques, comme les individus, sont mus par leur intérêt personnel et ne visent pas forcément l'intérêt général.

La théorie des choix publics a cherché à démontrer d'une part que l'État était un mauvais gestionnaire et d'autre part que les dirigeants politiques cherchaient avant tout à satisfaire une clientèle politique. Selon cette école, les hommes politiques et les partis politiques tentent d'assurer le plus de votes possibles afin d'obtenir des positions de pouvoir ou des avantages financiers grâce aux budgets

publics. Pour l'école des choix publics, l'État doit s'occuper le moins possible des affaires privées et déléguer le plus d'activités possibles au secteur concurrentiel.

Cette approche a fortement influencé les politiques de déréglementation menées ces dernières années en Europe et a joué un rôle décisif dans la libéralisation des marchés financiers entamée dans les années 1980.

La théorie de l'efficience des marchés financiers

La victoire idéologique des économistes néo-classiques a mis en avant la nécessité sur un plan économique d'avoir des marchés efficients. Nous allons dans un premier temps définir l'efficience, puis nous montrerons son importance dans un second temps.

Définitions

L'efficience peut être définie comme la capacité d'un organe à remplir sa fonction.

Pierre Vernimmen¹ décrit un marché efficient comme un marché sur lequel le prix des titres financiers reflète à tout moment toute l'information disponible. Le prix est un condensé de toutes les anticipations sur les événements futurs. Il est totalement impossible de prévoir les variations à venir d'un titre financier puisque tous les éléments connus ou anticipés sont déjà intégrés dans les prix actuels.

Pour l'économiste Eugène Fama (1965), « sur un marché financier où interviennent un grand nombre d'opérateurs, le prix d'un actif financier intègre en temps réel toute l'information disponible et ne peut s'éloigner durablement de sa juste valeur ou valeur fondamentale. Sur un marché efficient, les prix sont les meilleures estimations possibles de la valeur des entreprises². »

Les conditions d'un marché efficient

La théorie de l'efficience reprend à son compte les résultats de la théorie néo-classique pour les appliquer aux marchés financiers.

1. *Finance d'entreprise*, éditions Dalloz, 2002.

2. Eugene FAMA, « Random Walks in Stock Market Prices », *Financial Analysts Journal*, 1965.

Elle se base sur deux hypothèses de la théorie néo-classique, à savoir la rationalité des individus et la concurrence pure et parfaite. Un marché efficient doit respecter les conditions suivantes :

- **Les intervenants sont rationnels** (ils sont bien informés et disposent de toute l'information nécessaire au même moment que les autres intervenants). Ils réagissent de façon appropriée aux informations qu'ils reçoivent et prennent les bonnes décisions ;
- **La concurrence est pure et parfaite** : les intervenants sont nombreux, l'information est parfaite, les marchés sont liquides, les coûts de transaction sont minimales, etc.
 - L'information doit être transparente. Elle doit circuler librement, être gratuite et disponible simultanément pour tous les opérateurs, ce qui leur permet de la traiter en temps réel. Nul ne peut tirer profit d'une information privilégiée car ce comportement est totalement banni par la loi (cas des délits d'initiés) ;
 - L'atomicité ou la présence de nombreux intervenants sur le marché. La théorie de l'efficacité des marchés justifie la présence de spéculateurs qui favorisent la liquidité du marché. Cette hypothèse importante souligne qu'aucun intervenant ne peut et ne doit influencer les cours et ainsi s'accaparer une rente de monopole ;
 - La présence de nombreux intervenants sur les marchés améliore également la liquidité du marché, à savoir la possibilité de rentrer et de sortir très rapidement du marché. La liquidité est d'autant plus forte que les coûts de transaction sont nuls ou très faibles. Dans ce cas, les frais de courtage doivent être négligeables et l'impôt de Bourse réduit au minimum.

Les trois types d'efficacité

Les économistes distinguent habituellement trois types d'efficacité :

- **L'efficacité allocationnelle** : le marché permet une allocation optimale des ressources. Les fonds s'orientent vers les activités les plus productives et contribuent ainsi au développement économique. Selon les néo-classiques, cette propriété est vraie aussi bien au niveau national qu'international.

Un pays en retard sur le plan économique devrait rattraper les autres en raison d'une productivité marginale supérieure. Les investisseurs vont spontanément y investir car la rentabilité y est supérieure. Cela

peut expliquer l'engouement des investisseurs internationaux pour certaines places boursières émergentes comme la Chine.

L'Europe, décimée après la Seconde Guerre mondiale, a rattrapé son retard par rapport aux États-Unis en partie grâce au plan Marshall... Néanmoins, le rattrapage n'est jamais total et la théorie de la croissance endogène, popularisée par les travaux du Prix Nobel Lucas, explique l'importance des externalités positives dégagées par certains secteurs. Dans ses travaux, il montre que certains pays en développement ont du mal à émerger car ils n'investissent pas suffisamment dans les secteurs porteurs que sont la recherche et développement, l'éducation et les infrastructures.

- **L'efficacité informationnelle** : les cours boursiers sont censés refléter toute l'information disponible et ils guident les agents en leur offrant les meilleurs signaux possibles. Indirectement, elle favorise également l'efficacité allocationnelle puisque les investisseurs se fondent sur l'information fournie par les cours boursiers pour placer leurs capitaux.
- **L'efficacité opérationnelle** : le fonctionnement du marché permet aux offreurs et aux demandeurs de capitaux de se rencontrer au moindre coût. Le marché doit être organisé de telle sorte qu'il puisse favoriser la rencontre entre les offreurs et les demandeurs. Les principales places boursières ont réalisé des progrès considérables dans ce domaine et certaines places sont entièrement informatisées, permettant une liquidité importante et la possibilité de traiter 24 heures sur 24.

Nul ne peut battre le marché

La théorie de l'efficacité des marchés financiers avance l'impossibilité de prédire l'évolution des cours boursiers. Il n'est pas possible de se baser sur des historiques de cours ou sur une information quelconque pour battre le marché.

Sur un marché efficient, seules les informations non anticipées provoquent un décalage du cours des titres. L'arrivée d'informations imprévisibles et sans aucune régularité est à l'origine des fluctuations boursières. Dans ces conditions, l'investisseur ne peut réaliser une performance supérieure à celle du marché et doit se contenter de dupliquer la performance de l'indice boursier. Cette propriété a fortement encouragé la gestion indicielle qui vise à composer un portefeuille dont l'objectif principal est de réaliser une performance

similaire à celle de l'indice boursier de référence. Ainsi, un gérant de portefeuille sur le marché français constituera son portefeuille avec des valeurs du CAC 40 ou d'un autre indice boursier et utilisera les mêmes pondérations.

L'importance de l'efficience des marchés financiers en économie

Sur un marché financier efficient, le prix des actifs cotés offre une information précieuse aux apporteurs de capitaux et permet ainsi une allocation optimale des ressources financières au coût le plus faible possible.

Pour la théorie néo-classique, le prix joue le rôle de signal. Il fournit toute l'information dont ont besoin les agents économiques pour leur prise de décision. Les prix fournis par les marchés financiers permettent aux investisseurs de connaître les secteurs porteurs et donc de s'y investir. Pour cette approche, il est important que les prix reflètent la réalité économique et qu'ils ne soient pas fixés par l'État ou par une autre institution. Dès lors, sur un marché efficient le cours d'un actif financier doit avoisiner sa valeur fondamentale.

Les économistes néo-classiques sont favorables aux mesures prises pour accroître l'efficience des marchés, car cette dernière permet une meilleure allocation des ressources et un accroissement du bien-être de l'ensemble de la société. Les nombreuses réformes entreprises durant les années 1980 ont permis de libéraliser les marchés financiers et d'accroître leur efficience. Elles ont été fortement influencées par les travaux des économistes néo-classiques.

L'analyse fondamentale au service de l'efficience des marchés financiers

Les économistes orthodoxes vont défendre l'idée selon laquelle l'analyse fondamentale contribue à l'efficience des marchés. De nombreuses mesures vont être mises en place dans les années 1980 pour améliorer cette efficience.

L'analyse fondamentale améliore l'efficacité des marchés financiers

Le rôle de l'analyse fondamentale dans la recherche d'informations

L'analyse fondamentale s'applique à tout type d'actif financier (devises, matières premières, obligations, actions etc.). Elle est réalisée par des analystes financiers, des économistes et autres spécialistes de la finance. Ces experts vont déterminer si un actif est sous-évalué ou surévalué.

Dans le cas d'une surévaluation (cours supérieur à la valeur fondamentale), les analystes recommandent de vendre l'actif en question. Inversement, lorsque l'actif est sous-évalué (cours inférieur à la valeur fondamentale), ils vont le conseiller à l'achat. L'analyse fondamentale suppose que les investisseurs sont rationnels et que dans l'ensemble ils respectent ces recommandations.

Ainsi, les cours boursiers doivent tendre vers, ou du moins avoisiner, la valeur fondamentale ou intrinsèque de l'actif financier. Selon la théorie de l'efficacité des marchés, l'analyse fondamentale joue un rôle informationnel important. Elle permet une évaluation des principaux actifs financiers et favorise l'efficacité des marchés financiers en permettant aux cours de tendre vers leur valeur fondamentale.

- Dans le cas d'une **entreprise**, la valeur fondamentale peut être mesurée par la somme actualisée des profits futurs¹ qui sont estimés en se basant sur le potentiel de l'entreprise, la qualité de son management, la stratégie mise en place, les avantages possédés par rapport à la concurrence, etc. Les analystes financiers contribuent à évaluer cette valeur fondamentale en visitant les entreprises, en épiluchant leurs comptes, etc.
- Dans le cas d'un **pays** (notamment pour évaluer une parité ou une obligation d'État), on se référera au taux de croissance futur, à l'endettement du pays, à la solidité des institutions, aux réformes structurelles mises en place, aux infrastructures du pays, à la qualité de son enseignement, etc.

1. Les analystes financiers utilisent généralement le dividende futur comme mesure du profit.

- Le même raisonnement pourra s'appliquer aux **matières premières**. Pour le pétrole, les économistes prennent en compte l'offre et la demande, l'offre étant constituée par l'offre actuelle (stocks existants) et l'offre potentielle (puits et champs pétroliers pouvant être exploités dans un délai bref). Les analystes vont évaluer les investissements nécessaires pour trouver de nouveaux puits et les exploiter. Quant à la demande, les analystes vont se baser sur les demandes actuelle et potentielle qui dépend étroitement de plusieurs facteurs : la croissance économique mondiale, la démographie, les énergies de substitution, etc. Cette analyse permettra de donner aux opérateurs une information précieuse pour estimer le bon prix du pétrole.

Pour les économistes néo-classiques, l'analyse fondamentale contribue de manière déterminante à l'efficacité des marchés financiers car elle permet de mettre à la disposition des investisseurs des informations cruciales pour évaluer un actif financier. Dès lors, l'analyse fondamentale aide les cours boursiers à tendre vers leur valeur fondamentale, même si des décalages à court terme restent possibles. L'analyse fondamentale contribue à réduire considérablement ces écarts, puisque les investisseurs rationnels vont utiliser l'information disponible pour les éliminer très rapidement.

L'analyse fondamentale reste encore l'approche dominante au sein des principales institutions financières. Selon ses défenseurs, elle est gage de rigueur scientifique et permet de justifier les choix effectués sur le long terme. De nombreuses réformes ont d'ailleurs été mises en place pour améliorer l'efficacité des marchés financiers et favoriser un égal accès à l'information.

Les marchés financiers sont-ils efficaces en présence d'investisseurs irrationnels ?

La théorie néo-classique pose comme condition de l'efficacité des marchés financiers la rationalité des investisseurs. Un investisseur est rationnel s'il évalue correctement la valeur intrinsèque d'un actif en se basant sur toute l'information disponible.

Les tenants de l'analyse fondamentale supposent que les investisseurs sont en général rationnels. Or, dans les faits cela semble bien loin de la réalité. Il n'est pas rare de voir l'effondrement de fonds spéculatifs de premier plan (comme ce fut le cas pour le fonds LTCM géré par deux Prix Nobel), des trésoriers d'entreprise réaliser des opérations spéculatives catastrophiques, à l'origine de pertes

considérables pour leur entreprise, ou encore des traders fous, à l'instar de Nick Leeson qui a plombé la Barings, banque de la reine d'Angleterre, etc.

Ces quelques exemples montrent la déconnexion de cette hypothèse de rationalité des opérateurs avec la réalité quotidienne des marchés. Dès lors, on peut se demander si l'hypothèse de l'efficacité des marchés reste valable en présence d'investisseurs irrationnels.

Les économistes néo-classiques avancent des arguments assez convaincants en faveur de l'efficacité. La spéculation serait stabilisatrice. Pour le prouver ils mettent en avant deux hypothèses et montrent que, dans les deux cas, les cours ne dévient jamais très longtemps de la valeur fondamentale.

- **Première hypothèse : les anticipations des investisseurs irrationnels ne sont pas corrélées.** Dans ce cas, les positions des investisseurs se neutralisent et ne provoquent pas de déviation importante et durable des cours par rapport à la valeur fondamentale. En effet, la loi des grands nombres pose que les estimations des intervenants irrationnels se compensent, et que tout écart n'est que le fruit du hasard.
- **Deuxième hypothèse : les anticipations des investisseurs irrationnels sont corrélées.** Le phénomène des prophéties autoréalisatrices décrit correctement cette situation. Les investisseurs croient dans les mêmes choses et agissent de concert lorsqu'ils observent un même phénomène.

Si un gourou affirme qu'un titre doit monter, ils vont se précipiter pour l'acheter. Ces opérateurs n'opèrent pas de manière rationnelle puisqu'ils négligent la valeur fondamentale et achètent un actif surévalué ou vendent un actif sous-évalué. Selon les économistes néo-classiques, cette situation va provoquer l'intervention des arbitragistes¹ qui cherchent à profiter du décalage existant entre le cours d'un titre et sa valeur fondamentale. Dans le cas où ces investisseurs irrationnels achèteraient un titre surévalué, l'arbitragiste procédera à sa vente, puisqu'il sait qu'à terme il y aura un retour vers sa valeur fondamentale. L'intervention des arbitragistes réduira à néant l'action des investisseurs irrationnels qui subiront tous une perte et seront acculés à couper leurs positions.

1. Un arbitragiste est un intervenant qui prend des positions non risquées, en tirant profit des inefficiences de marché : si l'or vaut 400 \$ à New York et 380 \$ à Londres, l'arbitragiste va acheter l'or à Londres à 380 \$ et le vendre aux États-Unis à 400 \$. Il réalisera ainsi un profit de 20 \$ sur une opération sans risque.

La spéculation est stabilisatrice

Les deux cas précédents montrent que, même en présence d'investisseurs irrationnels, l'hypothèse de l'efficience des marchés financiers n'est pas remise en cause.

L'écart pouvant exister entre le cours d'un titre et sa valeur fondamentale ne sera jamais durable. Les interventions des investisseurs irrationnels s'éliminent d'elles-mêmes, ou sont corrigées par les arbitragistes.

Ainsi, la spéculation ne peut provoquer de décalage important par rapport à la valeur fondamentale, elle est stabilisatrice. Les crises sont des événements momentanés liés à un événement imprévu mais en aucun cas la conséquence d'une quelconque irrationalité des investisseurs.

Selon Malkiel, l'existence d'anomalies est rapidement éliminée sur les marchés car la simple révélation publique de ce phénomène va spontanément attirer les forces concurrentielles.

L'efficience des marchés financiers étant positive pour l'économie dans son ensemble, de nombreuses mesures vont être mises en place dans les années 1990 pour l'améliorer.

Les mesures mises en place pour améliorer l'efficience des marchés

Les réformes structurelles menées dans les années 1980

Les facteurs explicatifs

Les politiques économiques d'inspiration keynésienne ont été dominantes au lendemain de la Seconde Guerre mondiale. La crise des années 1970 a eu comme effet de remettre au goût du jour les idées d'inspiration libérale. Depuis les années 1970, de nombreuses réformes ont été menées par les pays occidentaux et le développement des marchés financiers a été un axe majeur de ces politiques.

Nous avons relevé deux facteurs explicatifs de cette montée en puissance des marchés financiers :

- **Le premier facteur** est la montée de l'endettement des pays développés à économie de marché (PDEM) suite à la crise des années 1970 qualifiée de stagflation. Durant les Trente Glorieuses (période de l'après-guerre), la croissance économique était élevée (en moyenne 5 % par an) et l'inflation correcte. Les politi-

ques d'inspiration keynésienne avaient une efficacité certaine et permettaient de contrer les situations de sous régime et de surchauffe. La période des années 1970 marque une rupture, qualifiée de stagflation, puisqu'elle combine une faible croissance et une inflation élevée. Cette crise va obliger les États à trouver des sources de financement auprès des marchés internationaux et notamment à l'époque, auprès des pays de l'Opep, qui disposaient de ressources financières en abondance.

- **Le deuxième facteur** explicatif est la montée en puissance de la doctrine libérale. Cette dernière a remis en question les hypothèses keynésiennes et a influencé de manière déterminante les hommes politiques. Parmi ces économistes, on trouve de nombreux Prix Nobel, notamment Milton Friedman, Gary Becker, Buchanan et Tullock, la nouvelle école classique avec Barro, Lucas et Gordon. Ils recommandent notamment l'introduction de la concurrence, une baisse de la présence de l'État dans l'économie et enfin la libéralisation des marchés financiers. L'approche néo-classique pose l'efficacité des marchés comme un objectif prioritaire pour toute économie cherchant à devenir performante. L'efficacité permet une allocation des ressources financières vers les secteurs les plus porteurs (ceux dont le potentiel de croissance est le plus élevé). Elle joue donc un rôle important dans la compétitivité des économies et permet d'attirer les capitaux du monde entier et de financer les investissements les plus prometteurs. De nombreuses réformes d'inspiration libérale ont été menées dans les années 1980, mais c'est essentiellement en Grande-Bretagne et aux États-Unis (dirigés respectivement par le Premier ministre Margaret Thatcher et le Président Ronald Reagan) que les réformes les plus spectaculaires ont été réalisées.

Les réformes mises en place

Le retour en force des idées libérales va inciter les pays développés à économie de marché à mettre en place les réformes nécessaires pour libéraliser les marchés financiers. De nombreuses mesures vont être introduites à partir des années 1980 pour favoriser l'efficacité des marchés. Elles ont été qualifiées de « 3D » (déréglementation, décloisonnement, désintermédiation) par Henri Bourguignat¹.

- **Le décloisonnement** a provoqué une déspecialisation des activités financières. Par exemple, le Glass Steagall Act établi aux États-Unis en 1933 avait imposé une séparation entre les ban-

1. Henri BOURGUIGNAT, *Finance internationale*, éditions PUF, 1992.

ques commerciales et les banques d'investissement. Cette spécialisation n'a plus cours aujourd'hui. Le décloisonnement a également permis d'ouvrir les marchés à tout opérateur, ainsi que l'abolition du contrôle des changes et du monopole des agents de change dans les années 1980.

- **La déréglementation** vise à favoriser l'adéquation entre l'offre et la demande en rendant le marché plus liquide. La liquidité est une propriété qui permet de rentrer et de sortir rapidement des marchés financiers et donc de diminuer la prime de risque¹. En effet, si un investisseur n'est pas satisfait de la manière dont une entreprise ou un État est géré, il peut se défaire rapidement de cet actif. Un marché liquide est plus facilement efficient, puisque toute l'information disponible est intégrée rapidement dans les cours boursiers. Les spéculateurs sont jugés nécessaires dans cette optique, et la spéculation est jugée stabilisatrice pour l'approche néo-classique.
- **La désintermédiation** va permettre aux agents ayant un besoin de financement important (entreprises, États) de se financer directement auprès des marchés financiers sans passer par le système bancaire.

Ces réformes vont favoriser l'efficience des marchés financiers. Dans ce cadre, l'État ne doit plus fixer les taux d'intérêt mais laisser aux marchés le soin de le faire. Les taux d'intérêt doivent résulter de l'égalisation entre l'offre et la demande de capitaux sur les marchés financiers. L'objectif de ces réformes a été de coller au mieux aux préceptes néo-classiques, à savoir :

- accroître la rationalité des opérateurs en leur permettant d'accéder à l'information la plus complète possible (transparence de l'information et diffusion à tous, répression des délits d'initiés, etc.) ;
- favoriser la liquidité et la concurrence sur les marchés financiers avec en ligne de mire l'élimination des situations de monopole.

Ces réformes avaient notamment comme objectif de faciliter la convergence des cours boursiers avec la valeur fondamentale. Paradoxalement, on s'aperçoit que depuis les années 1990 la volatilité du marché a fortement augmenté et que les réformes entamées n'ont pas réussi à éliminer totalement les inégalités d'accès face à l'information.

1. Un marché peu liquide est risqué au sens où l'on peut se retrouver avec des titres dont personne ne veut.

La crise d'Enron en 2001 en est un exemple emblématique. Elle a mis en évidence les insuffisances du système financier en place et les ravages de la comptabilité créative¹, qui a contribué à l'opacité de l'information.

Le législateur au service de l'efficience des marchés financiers

Asymétrie d'information et théorie de l'agence

Les réformes entreprises n'ont pas permis d'éliminer toutes les inefficiences du marché. Certains exemples frappants tels que la faillite d'Enron et de Parmalat montrent l'existence de failles dans le système. Les asymétries d'information, situation dans laquelle les deux parties à une transaction ne disposent pas de la même information, sont légion surtout lors des relations d'agence.

La théorie de l'agence, développée par Jensen et Meckling en 1976, décrit la relation entre les actionnaires (principal) et le dirigeant (agent) comme une relation d'agence, dans un contexte d'asymétrie d'information. Une relation d'agence est une relation dans laquelle une personne (le principal) confie un mandat à une autre personne (l'agent) pour effectuer une mission en son nom.

Ainsi, un épargnant peut confier son capital à un gestionnaire de portefeuille pour le faire fructifier. Dans le cas d'une entreprise cotée en Bourse, le dirigeant de l'entreprise a comme mandat de gérer au mieux l'entreprise dans l'intérêt de ses actionnaires. Dans tous les cas, l'agent dispose d'informations dont ne disposent pas les principaux. Il peut donc adopter une *attitude opportuniste* et détourner ces informations en sa faveur. Les actionnaires cherchent avant tout à maximiser la valeur de la firme tandis que le dirigeant souhaite maximiser son prestige et son pouvoir² et va donc viser à accroître la taille de l'entreprise à travers des politiques d'acquisition. Pour arriver à ses fins, il peut même user d'artifices comptables. Ces artifices sont également connus sous le nom de *comptabilité créative*. Il s'agit d'utiliser les vides juridiques pour proposer des comptes favorables aux dirigeants. Ainsi, certaines techniques permettant de présenter un bilan favorable, en changeant le

-
1. La comptabilité est créative au sens où les dirigeants vont utiliser certaines techniques pour présenter les comptes de manière favorable.
 2. L'exemple le plus marquant en France a été celui du président de Vivendi, Jean-Marie Messier, à la fin des années 1990.

mode de calcul des provisions par exemple, étaient fréquemment utilisées par les dirigeants d'entreprise.

Pour remédier à cette situation, la théorie de l'agence préconise de faire coïncider les intérêts du principal et de l'agent.

Dans le cas de l'entreprise, le mécanisme des stock-options a été encouragé car il lie la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise. Les dirigeants se voient attribuer une rémunération qui est proportionnelle à la performance boursière de l'entreprise. Dès lors, le dirigeant est incité à dévoiler l'information dont il dispose et à aller dans le même sens que les actionnaires car cela est dans son intérêt.

La *théorie du signal*, développée par Spence, procède autrement. Elle considère que le dirigeant, pour prouver sa bonne foi, doit envoyer des signaux au marché. Ainsi, un PDG qui annonce la distribution de dividendes généreux prouve la bonne santé financière de son entreprise. Le signal a comme caractéristique d'être coûteux et une entreprise peu performante sera dans l'impossibilité de l'envoyer.

Néanmoins, ces deux approches semblent insuffisantes car, malgré le contrôle des dirigeants par la Bourse (théorie de l'agence), elles n'ont pas pu empêcher le développement de la comptabilité créative, les délits d'initiés et la corruption qui fragilisent les grands groupes. De nombreux actionnaires et analystes financiers ont été bernés et n'ont jamais eu la possibilité de disposer d'une information fiable, qui aurait pu leur permettre d'identifier à temps la fragilité financière de certaines entreprises (Worldcom, Vivendi Universal, Enron, Parmalat...).

L'intervention du législateur

Le krach boursier de mars 2000, ainsi que les nombreux abus de la part des dirigeants d'entreprise ont incité le législateur à intervenir.

Aux États-Unis, la loi Sarbannes Oxley a été votée dans le but de favoriser la transparence de l'information. Elle a eu un impact considérable sur le gouvernement des entreprises, c'est-à-dire sur la manière dont elles sont gérées.

En France, deux lois importantes ont été votées : la loi sur les nouvelles régulations économiques (NRE) du 21 mars 2001 ainsi que la loi de sécurité financière de juillet 2003.

- La loi NRE propose de séparer les fonctions de président et de directeur général dans les sociétés anonymes. Elle cherche à accroître la transparence des décisions et à séparer la mise en œuvre de la stratégie (directeur général) et son contrôle (président). Elle vise également la transparence des rémunérations et autres avantages en nature perçus par les dirigeants. L'objectif principal de cette loi est d'accroître l'information des actionnaires minoritaires ainsi que le pouvoir du conseil d'administration. D'autre part, elle instaure la participation du comité d'entreprise à l'assemblée générale des actionnaires pour que les différents porteurs d'intérêts dans l'entreprise soient présents. Elle rappelle enfin que les comptes doivent être réguliers, sincères et présenter une image fidèle du résultat de l'exercice écoulé.
- La loi de sécurité financière vise à renforcer la sécurité des marchés financiers en créant une Autorité des marchés financiers (AMF) indépendante dans son fonctionnement et dotée d'un pouvoir de sanction. Elle est issue de la fusion de la Commission des opérations de Bourse (COB) et du Conseil des marchés financiers (CMF). Elle cherche à renforcer le gouvernement d'entreprise en permettant une plus grande transparence et en donnant un rôle plus important à l'assemblée générale avec une place plus grande accordée aux droits des actionnaires minoritaires.

Pour quelles raisons l'analyse fondamentale n'est-elle pas efficace ?

Malgré l'intervention du législateur, de nombreuses anomalies subsistent. En effet, les délits d'initiés et les nombreuses asymétries d'information montrent qu'il est difficile d'obtenir une information pertinente sur la valeur d'un actif financier. Le recours à l'analyse fondamentale semble donc insuffisant pour anticiper ces situations. Dès lors, se pose la question de sa pertinence. En outre, les cours boursiers peuvent décaler de manière importante et durable par rapport à la valeur fondamentale sans aucune raison apparente.

Pour les tenants de l'efficience des marchés, ce sont les fondamentaux qui guident les opérateurs dans leurs prises de décision. Une entreprise bien gérée et présentant un potentiel de croissance important devrait voir son cours progresser et inversement.

L'analyse fondamentale présente néanmoins de nombreuses limites et nous allons de manière succincte tenter d'en pointer quelques-unes.

Pourquoi les performances des analystes financiers et des gérants de portefeuille sont-elles décevantes ?

La valeur boursière de l'entreprise Enron était estimée à 150 milliards de dollars par les analystes, alors même que sa valeur comptable ne dépassait pas les 10 milliards de dollars. Comment un écart aussi important entre valeur fondamentale et valeur boursière n'a-t-il pas pu être détecté par la communauté financière ?

Le 9 octobre 2001, les analystes financiers de la prestigieuse banque anglo-saxonne Goldman Sachs émettent une recommandation extrêmement positive sur le titre Enron et le conservent dans leur liste de valeurs recommandées. Dans un papier de douze pages¹, ces analystes donnent des arguments très convaincants pour justifier la sous-évaluation du titre. Ils indiquent leur confiance dans son potentiel d'appréciation et sont extrêmement élogieux sur la société ainsi que sur ses dirigeants : « Nous sommes persuadés que l'essentiel des propos négatifs autour du titre Enron sont faux et non avérés. Nous croyons fortement que le cours boursier du titre a pris en compte les pires peurs des investisseurs et qu'il devrait probablement se reprendre dans les prochains mois. »

Les analystes financiers estiment que l'action reste très attrayante malgré sa baisse récente et donnent un objectif de cours de 48 \$. En trois mois, le cours boursier de cette valeur s'est effondré, passant de 33 \$ à moins de 1 \$, provoquant la faillite de nombreux actionnaires et salariés de la société...

Compétence et honnêteté des analystes

L'épisode Enron ne présume en rien de la malhonnêteté des analystes, malgré les nombreux propos polémiques à ce sujet. En effet, en dépit des conflits d'intérêts qui peuvent parfois exister, la plupart des analystes financiers sont honnêtes. Par ailleurs, il est aisé pour

1. Enron Corp : Still the best of the best, David N. Fleischer, David G. Maccarrone, Eric W. Mandelblatt, Gabriel A. Hammond, Suraj P. Chopra, Goldman Sachs.

un dirigeant talentueux et peu scrupuleux d'induire en erreur ses interlocuteurs, aussi compétents soient-ils.

Pour le chercheur Frédéric Compin, les dirigeants seraient passés maîtres dans l'art oratoire¹ :

« L'habileté à présenter l'information devient l'essence de la communication financière, reliant l'évolution économique réelle aux oubliettes de l'histoire pour focaliser les projecteurs sur la façon de s'exprimer des dirigeants. »

La première fissure est sans aucun doute celle de la compétence, voire de l'honnêteté, des analystes financiers. L'ancienne présidente de la SEC, Laura Unger, avait pointé le nombre record de recommandations d'achat émises par les analystes financiers juste avant le krach de mars 2000. Ils n'avaient pas « anticipé » ce retournement brutal malgré de nombreux signes avant-coureurs.

En effet, les émotions prennent souvent le dessus sur la rationalité lors des périodes d'euphorie ou de panique. Les analystes financiers peuvent eux aussi être victimes de ces émotions.

Plus grave que ces faibles performances, se pose la question de l'honnêteté des analystes financiers². De nombreux scandales ont émaillé le monde financier ces dernières années (affaires Enron, Parmalat, etc.) et certains analystes financiers et cabinets d'audit³ y ont été étroitement liés. Peut-on dès lors se fier à leurs analyses ?

Si les scandales financiers, ainsi que les performances peu reluisantes des analystes financiers, ont terni l'image de l'analyse fondamentale, elles ne l'ont pas entièrement remise en cause. Si l'on considère les fondements de l'analyse fondamentale comme solides, il suffit dès lors de combattre les différentes irrégularités ainsi que le mimétisme des analystes financiers pour retrouver des résultats satisfaisants. Mais comment faire ?

-
1. Frédéric Compin, « L'art oratoire dans le domaine comptable induit-il un risque spécifique ? », 24^e Congrès de l'association francophone de comptabilité, 2003.
 2. Bien évidemment, les analystes financiers sont dans l'ensemble intègres. Néanmoins, le cas Enron représente un cas d'école : comment savoir si l'analyste qui a émis la recommandation est de bonne foi ou s'il cherche à faire un geste commercial en faveur d'un client de la banque pour obtenir des mandats, source de commissions juteuses ?
 3. Le scandale Enron a provoqué la faillite d'Arthur Andersen, un des cabinets d'audit les plus puissants de la planète.

La dimension psychologique qui pousse des personnes compétentes à imiter les autres en raison de la nécessité d'être performant à court terme rend difficile cette tâche. Il n'est pas rare que les analystes financiers ajustent leurs recommandations en fonction de l'évolution des cours boursiers.

Comme le fait remarquer l'ancien président de la SFAF, Bernard Coupez¹ :

« Certains patrons de bureaux d'études me disaient en 1999 et en 2000 que leurs analystes commençaient à perdre toute crédibilité : en dépit de leurs bons diagnostics sur les entreprises, personne ne voulait plus les écouter car leurs raisonnements étaient trop prudents. La parole est actuellement à des opérateurs de marché plus ambitieux et enthousiastes, ou qui raisonnent à plus court terme. »

Frédéric Leroux, éditorialiste à l'Agefi va, lors de la même conférence, comparer les analystes financiers à des commissaires-priseurs :

« C'est plutôt la hausse incroyable des marchés qui a rendu les analystes fous en même temps que tout le monde. L'analyste a dû se transformer, sous la pression de ses clients, en commissaire-priseur. Le but poursuivi n'était pas d'expliquer ce que devait valoir un titre, mais d'expliquer pourquoi le marché estimait que le titre valait son cours. »

En janvier 2000, 95 % des analystes financiers de la place parisienne étaient vendeurs sur le titre Bull. Cette entreprise présentait de nombreuses faiblesses et le consensus négatif était justifié. Néanmoins, le secteur des valeurs technologiques a fortement progressé entraînant dans son sillage des entreprises comme Bull. Les analystes financiers, voyant la progression importante du titre, décident de réajuster leurs recommandations et passent acheteurs juste au moment où le titre se retourne à la baisse.

Cet exemple montre bien que les analystes financiers sont influencés par l'évolution des cours boursiers et qu'ils prennent en compte les recommandations de leurs confrères et pas seulement la valeur fondamentale de l'actif financier.

1. *La versatilité des marchés financiers pourrait-elle être induite par une déficience des méthodes d'analyse ?*, conférence animée par Michel Girardet.

Pourquoi payer pour une information gratuite ?

Selon l'hypothèse de l'efficience informationnelle, la finance est le reflet fidèle de l'économie productive.

Dès lors, la divulgation des informations jugées nécessaires¹ devient obligatoire et les délits d'initiés, ainsi que les manquements à la loi, doivent être punis sévèrement. Il s'agit de permettre à toutes les parties d'accéder à la même information avant de prendre une décision d'investissement. Ce qui fait dire à des économistes de haut vol, Stiglitz et Grossman, que l'analyse fondamentale porte en elle-même les germes de sa faiblesse. En effet, ils avancent que dans un marché efficient l'investisseur n'a plus à effectuer de recherches puisque toute l'information nécessaire est comprise dans les cours boursiers.

Les investisseurs vont donc rationnellement s'intéresser au prix lui-même, car si le prix est efficient et l'information est coûteuse alors, pourquoi faire des recherches ? Le prix contient toute l'information nécessaire et l'investisseur n'a aucun intérêt à payer pour l'acquérir. Ainsi, la rationalité des investisseurs diffère de celle postulée par les tenants de l'hypothèse de l'efficience des marchés, et le prix ne reflète pas nécessairement toute l'information disponible.

De même, les tenants de l'efficience négligent les coûts de transaction et les coûts d'information et sous-estiment l'influence des investisseurs irrationnels, ou noise traders, sur les cours boursiers. L'économiste J. Bradford DeLong a pourtant montré que 20 % de la volatilité sur les marchés financiers pouvait être attribuée à ces derniers...

La quasi-impossibilité d'obtenir une transparence parfaite de l'information

La transparence parfaite de l'information représente une situation où tous les intervenants disposent de la même information au même moment.

1. Il s'agit des informations importantes pour la prise de décision en matière d'investissement. Bien évidemment, les décisions stratégiques ne doivent pas être dévoilées dans le détail, néanmoins les informations concernant la santé financière de l'entreprise sont obligatoires. Les instances obligent les entreprises à publier des informations à ce sujet. Dans les pays anglo-saxons les informations relatives aux résultats sont publiées tous les trimestres.

Cette situation semble difficile à obtenir étant donné la présence de comportements opportunistes tels que le délit d'initiés. Un individu impliqué dans un délit d'initiés peut être puni sévèrement s'il est repéré par les autorités compétentes, néanmoins, ce risque potentiel ne signifie aucunement l'éradication du phénomène. En effet, une personne sera toujours tentée de prendre le risque si elle estime que la sanction encourue reste acceptable et que la probabilité d'être découvert est extrêmement faible.

Pour le Prix Nobel d'économie Gary Becker, le crime organisé et la délinquance en col blanc se poursuivront tant que la sanction n'est pas jugée suffisamment dissuasive. Pour cela, la punition de ces actes délictueux doit être suffisamment grave (peine de prison ferme, amende conséquente...) et la probabilité de se faire prendre doit être réelle et importante. Les conditions mentionnées sont nécessaires, mais elles ont un coût certain pour la société et peuvent difficilement éradiquer totalement le phénomène. Les délits d'initiés et les malversations existent et existeront probablement à l'avenir.

Les actionnaires (institutionnels et classiques) seront toujours en situation d'infériorité par rapport aux personnes disposant d'une information privilégiée et l'analyse fondamentale ne sera d'aucune utilité pour anticiper certains événements marquants (nouveaux contrats, nouveaux produits, intervention favorable de l'État, etc.).

Le cas « Enron » est un cas d'école qui montre bien la faiblesse de l'analyse fondamentale dans ces cas extrêmes. Les analystes financiers de la plupart des banques d'affaires recommandaient fortement le titre à l'achat. Or, les dirigeants de l'entreprise commençaient déjà à se défaire de leurs stock-options, anticipant la catastrophe.

Ainsi, il semble difficile voire impossible d'éliminer les délits d'initiés et d'anticiper certains événements majeurs. Dans ce cas, lorsque l'on est un investisseur et que le marché décale de manière défavorable il semble presque impossible d'anticiper ces décalages brutaux en recourant exclusivement à l'analyse fondamentale¹.

1. Nous verrons par la suite l'utilité de l'analyse technique pour détecter ces situations « délicates » et repérer les retournements majeurs de marché.

La preuve par l'expérience

L'économie expérimentale est une école de pensée qui défend l'idée que les hypothèses avancées par la théorie économique peuvent être testées par des expériences menées en laboratoire avec des individus placés dans des situations réelles.

Ainsi, plusieurs expériences ont été menées sur des groupes d'individus placés dans des conditions similaires à celles d'un marché financier. Il ressort de ces différentes expériences que, malgré une connaissance parfaite de la valeur fondamentale par les différents intervenants, on assiste dans la plupart des cas à la formation d'une bulle spéculative suivie par un retournement brutal qui peut être qualifié de krach boursier.

Ces expériences mettent en évidence les fondements fragiles de l'hypothèse d'efficacité des marchés, puisque les bulles spéculatives surviennent même dans des situations où les intervenants ont une parfaite connaissance des données fondamentales.

La dimension psychologique : les fondamentaux ne permettent pas d'expliquer tous les mouvements boursiers

L'analyse fondamentale se base sur l'hypothèse de rationalité des individus. Cette hypothèse, socle de l'approche néo-classique, est de plus en plus remise en cause et les recherches menées en laboratoire ont mis en évidence des résultats troublants pour l'analyse fondamentale. Elles infirment les résultats avancés par l'approche néo-classique et ébranlent même les fondements de l'analyse fondamentale.

Cette critique, issue du monde académique, a gagné en crédibilité avec l'obtention du prix Nobel d'économie en 2002 par le chef de file de l'école comportementaliste, Daniel Kahneman.

Cette nouvelle école jette le discrédit sur une des hypothèses les plus fortes de l'approche orthodoxe, à savoir la rationalité des individus, et met en avant la dimension psychologique. Elle s'appuie sur de multiples travaux de recherche qui mettent en évidence de nombreuses anomalies (décalages importants et durables par rapport à la valeur fondamentale) inexplicables par l'approche traditionnelle.

Il n'est pas rare de voir des excès à la hausse ou à la baisse par rapport à la valeur réelle d'un actif financier. Une action sous-évaluée peut ainsi poursuivre sa chute pendant un certain temps et inversement, une hausse peut se poursuivre malgré la surévaluation avérée

d'un actif financier. En outre, on note souvent des phénomènes contradictoires avec les principes de l'analyse fondamentale : une baisse des cours après une bonne nouvelle et une hausse des cours après des rapports alarmistes.

Face à ces mouvements apparemment incohérents des marchés, les utilisateurs de l'analyse fondamentale évoquent l'irrationalité des intervenants comme facteur explicatif. Or, cette explication est dérangement puisque pour la théorie néo-classique, les investisseurs sont supposés rationnels, et même en présence d'investisseurs irrationnels, il ne peut y avoir de décalage durable et important par rapport à la valeur fondamentale.

Règles à respecter pour une bonne analyse fondamentale

Au-delà de son utilité sociale, l'analyse fondamentale peut s'avérer être un outil performant sur les marchés financiers, et certains traders utilisant cette méthode réalisent des performances plus qu'honorables.

Néanmoins, pour réaliser un diagnostic fondamental de bon niveau, plusieurs règles devront être respectées :

- Tout d'abord, l'horizon retenu devra être le long terme. L'analyse fondamentale est inopérante sur le court terme, et une période de deux à trois ans nous semble correcte pour ce type de méthode, le court terme étant trop sujet à des phénomènes totalement déconnectés des fondamentaux et étroitement liés à la psychologie des foules.
- L'analyse fondamentale semble peu pertinente lors des périodes d'euphorie ou de pessimisme, et le trader devra éviter de tomber dans le piège des effets de mode.

Durant la bulle technologique, Warren Buffet a préféré rester à l'écart car il ne maîtrisait pas ce secteur. Sa performance en a pâti, et au premier trimestre de l'an 2000 beaucoup d'observateurs annonçaient sa fin. Sa force a été de rester indépendant et de suivre de manière stricte et rigoureuse sa méthode.

Ainsi, en analyse fondamentale le trader devra se focaliser sur des critères simples et basiques (surévaluation, sous-évaluation) tout en sachant qu'ils ne sont pas suffisants. En effet, pour réaliser une performance décente sur les marchés financiers, il ne suffit pas d'acheter une action sous-évaluée ou de vendre une action surévaluée. Le trader devra également vérifier si les condi-