

Thami KABBAJ

# L'art du trading

Préface de Jean-Paul Pollin

Deuxième édition

© Groupe Eyrolles, 2008, 2010

ISBN : 978-2-212-54721-4

**EYROLLES**

Éditions d'Organisation

# L'analyse fondamentale est-elle encore pertinente ?

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

Paul Krugman<sup>1</sup>

Le rapport de l'ancienne présidente de la SEC<sup>2</sup>, 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 de 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 »<sup>3</sup> 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-Étienne<sup>1</sup>, 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<sup>e</sup> 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 ouvrage<sup>2</sup> :

« 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 travailler<sup>1</sup>. »

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 prestation<sup>2</sup> ? 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<sup>e</sup> 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 mathématique<sup>1</sup> 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 :

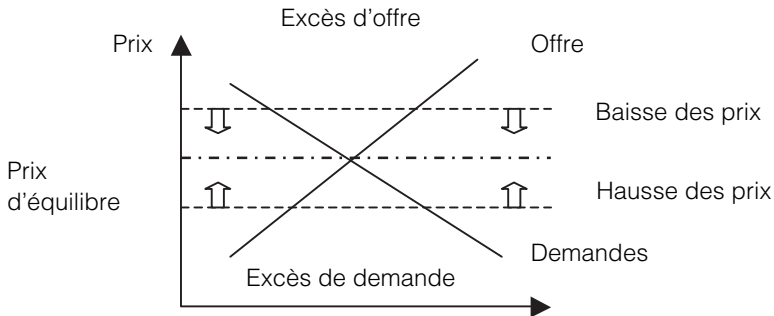
- **L'offre est une fonction croissante des prix.** Une entreprise choisira de produire plus si le prix en vigueur sur le marché est supérieur au coût de production du bien en question. Une hausse du prix signifie que la production du bien devient profitable pour d'autres entreprises et provoquera une 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'efficacité 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'efficacité, puis nous montrerons son importance dans un second temps.

### Définitions

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

Pierre Vernimmen<sup>1</sup> 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 entreprises<sup>2</sup>. »

### Les conditions d'un marché efficient

La théorie de l'efficacité 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 minimes, 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 futurs<sup>1</sup> 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 dépendent 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 arbitragistes<sup>1</sup> 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'efficacité 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'efficacité 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'efficacité 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 (PEM) 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 Bourguignat<sup>1</sup>.

- **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 risque<sup>1</sup>. 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'efficacité 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 créative<sup>1</sup>, qui a contribué à l'opacité de l'information.*

## **Le législateur au service de l'efficacité 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 pouvoir<sup>2</sup> 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 décevantes des analystes financiers et des gérants de portefeuille ?**

*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 pages<sup>1</sup>, 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 oratoire<sup>1</sup> :

« 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 financiers<sup>2</sup>. De nombreux scandales ont émaillé le monde financier ces dernières années (affaires Enron, Parmalat, etc.) et certains analystes financiers et cabinets d'audit<sup>3</sup> 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<sup>e</sup> 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 Coupez<sup>1</sup> :

« 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 nécessaires<sup>1</sup> 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 fondamentale<sup>1</sup>.

---

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) inexpliquées 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 dérangeante 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-



tions sont réunies pour l'achat ou pour la vente. Dans un marché baissier, il devra éviter d'acheter une action sous-évaluée car rien n'indique la fin du mouvement baissier en cours. De plus, comme nous le verrons avec l'approche des conventions, la finance peut influencer les fondamentaux. Une entreprise dont le cours baisse peut se retrouver en difficulté financière (les banquiers se basent notamment sur la capitalisation boursière pour accorder des prêts) et faire faillite. L'action est bien sous-évaluée mais elle ne représente en aucun cas une opportunité d'achat... Le trader devra donc développer des connaissances en matière de timing pour rentrer au bon moment sur un titre et ne pas rester immobilisé pendant une période assez longue, voire même dans certains cas perdre la totalité de son capital.

- Une entreprise bien gérée avec de bons résultats n'est pas un gage de réussite boursière. Comme nous le verrons par la suite, il en faut plus pour qu'un titre s'apprécie. Les fondamentaux ne sont qu'un élément parmi tant d'autres, et cette donnée devra être intégrée par le trader dans son approche.
- Enfin, l'analyse fondamentale doit être menée de manière indépendante. Il ne sert à rien de se baser sur les recommandations effectuées par les analystes financiers des banques car elles sont déjà connues des institutionnels. De plus, ces analyses ne sont pas toujours pertinentes. Les analystes financiers sont souvent victimes de l'effet moutonnier et ne vont pas hésiter à réajuster leur analyse en fonction de l'évolution des cours.

*Ainsi, un analyste peut être vendeur sur un titre déprimé et passer acheteur lorsque le titre se met à progresser fortement : cette situation s'apparente à celle, déjà évoquée, de l'entreprise Bull en janvier 2000. 95 % des analystes financiers de la place parisienne et londonienne étaient vendeurs sur le titre. Lorsque les cours se sont mis à progresser fortement, ils ont modifié leurs recommandations et sont tous passés à l'achat...*

### Pour résumer

L'analyse fondamentale possède une véritable utilité économique puisque les travaux effectués par les analystes financiers et les économistes constituent une aubaine pour le grand public. L'analyse fondamentale permet une meilleure valorisation des actifs financiers et fournit les éléments pour exercer des pressions, jugées vitales, sur les chefs d'entreprise et sur les gouvernements, les incitant à une gestion saine et profitable à l'ensemble de la société. Dans le cas d'une action, les analystes financiers vont s'assurer de la bonne gestion de la société ; sur le marché de la dette, les experts économiques établiront un diagnostic sans ambages sur la situation économique d'un pays ainsi que sur la pertinence des politiques économiques qui y sont menées.

L'analyse fondamentale favoriserait une allocation optimale des ressources et serait profitable à l'ensemble de la société. L'utilité économique et sociale de l'analyse fondamentale est indéniable ; toutefois, malgré son intérêt certain et sa performance avérée pour l'investissement à long terme, cette approche semble peu efficace sur le plan de l'investissement boursier à court et moyen terme. En effet, de nombreux travaux pointent une certaine tendance des cours boursiers à diverger de manière persistante de leur valeur fondamentale<sup>1</sup>. L'économiste André Orléan va même jusqu'à nier toute pertinence au concept de valeur fondamentale.

Néanmoins, cette méthode reste populaire pour des raisons évidentes : elle est utilisée par les établissements bancaires et les agences de rating car elle seule permet d'évaluer la solvabilité d'une entreprise, et donc l'intérêt de son financement. En outre, de nombreux gérants et analystes financiers ne jurent que par cette méthode et l'utilisent de manière exclusive en raison de leur formation initiale (l'analyse fondamentale est enseignée massivement à l'université et dans les écoles de commerce, ce qui n'est pas le cas de l'analyse technique).

Pourtant, le célèbre économiste du MIT Paul Krugman explique qu'un investisseur financier pour réussir ne doit pas nécessairement coller aux fondamentaux : il doit penser à court terme, être cupide, compter sur le plus bête, courir avec le troupeau, généraliser à outrance, être tendance et jouer avec l'argent des autres.

- 
1. Les travaux des économistes Meese et Rogoff (1983) ont permis de tester la fiabilité des modèles fondamentalistes dans la prévision des taux de change. Ils ont montré que l'analyse fondamentale était inefficace pour prévoir l'évolution des taux de change et ils vont même jusqu'à dire que des modèles « naïfs », comme la simple utilisation de moyennes mobiles, sont plus efficaces pour effectuer ce travail.

# Table des matières

|                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------|----|
| Remerciements .....                                              | 8  |
| Préface .....                                                    | 9  |
| Introduction .....                                               | 15 |
| Pourquoi ce livre ? .....                                        | 16 |
| Apporter ma pierre à l'édifice .....                             | 18 |
| Vais-je perdre tout avantage en livrant mon savoir-faire ? ..... | 19 |
| À qui s'adresse ce livre ? .....                                 | 24 |
| <i>Les étudiants en économie/finance</i> .....                   | 24 |
| <i>Traders novices/traders d'un niveau intermédiaire</i> .....   | 25 |
| <i>Les gérants de portefeuille</i> .....                         | 25 |
| <i>Les analystes financiers</i> .....                            | 26 |
| <i>Traders professionnels/gestionnaires de hedge funds</i> ..... | 27 |
| <i>Analystes techniques</i> .....                                | 27 |

## Partie 1

### Les marchés financiers sont-ils rationnels ?

|                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Chapitre 1 – L'analyse fondamentale est-elle encore pertinente ? .....                           | 31 |
| Les fondements théoriques de la valeur fondamentale .....                                        | 32 |
| <i>Les précurseurs</i> .....                                                                     | 33 |
| Adam Smith, le chantre du libéralisme et de l'individualisme .....                               | 33 |
| L'école néo-classique ou la démonstration mathématique<br>de la supériorité du libéralisme ..... | 35 |
| La loi de l'offre et de la demande, clé de voûte de l'économie<br>de marché .....                | 36 |
| <i>Le renouveau de l'approche libérale</i> .....                                                 | 38 |
| Keynes et la nécessaire intervention de l'État .....                                             | 38 |
| Les néo-classiques et l'inefficacité des politiques économiques .....                            | 40 |
| L'école des choix publics : l'État, un mauvais gestionnaire ? .....                              | 41 |
| <i>La théorie de l'efficacité des marchés financiers</i> .....                                   | 42 |
| Définitions .....                                                                                | 42 |
| Les conditions d'un marché efficient .....                                                       | 42 |
| Les trois types d'efficacité .....                                                               | 43 |
| Nul ne peut battre le marché .....                                                               | 44 |
| L'importance de l'efficacité des marchés financiers en économie .....                            | 45 |
| L'analyse fondamentale au service de l'efficacité<br>des marchés financiers .....                | 45 |
| <i>L'analyse fondamentale améliore l'efficacité des marchés financiers</i> .....                 | 46 |
| Le rôle de l'analyse fondamentale dans la recherche d'informations .....                         | 46 |

|                                                                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Les marchés financiers sont-ils efficaces en présence d'investisseurs irrationnels ? .....                      | 47 |
| La spéculation est stabilisatrice .....                                                                         | 49 |
| <i>Les mesures mises en place pour améliorer l'efficacité des marchés</i> .....                                 | 49 |
| Les réformes structurelles menées dans les années 1980 .....                                                    | 49 |
| Le législateur au service de l'efficacité des marchés financiers .....                                          | 52 |
| <b>Pour quelles raisons l'analyse fondamentale n'est-elle pas efficace ?</b> .....                              | 54 |
| <i>Pourquoi les performances décevantes des analystes financiers et des gérants de portefeuille ?</i> .....     | 55 |
| Compétence et honnêteté des analystes .....                                                                     | 55 |
| Pourquoi payer pour une information gratuite ? .....                                                            | 58 |
| La quasi-impossibilité d'obtenir une transparence parfaite de l'information .....                               | 58 |
| La preuve par l'expérience .....                                                                                | 60 |
| La dimension psychologique : les fondamentaux ne permettent pas d'expliquer tous les mouvements boursiers ..... | 60 |
| Règles à respecter pour une bonne analyse fondamentale .....                                                    | 61 |
| <b>Chapitre 2 – La finance comportementale, une rationalité souvent biaisée</b> .....                           | 65 |
| Introduction à la finance comportementale .....                                                                 | 66 |
| <i>Le retour en force de la dimension psychologique</i> .....                                                   | 66 |
| La théorie fondatrice des perspectives aléatoires .....                                                         | 66 |
| Les biais psychologiques .....                                                                                  | 67 |
| <i>Les biais cognitifs</i> .....                                                                                | 68 |
| Biais cognitifs et heuristiques .....                                                                           | 68 |
| Le biais d'ancrage .....                                                                                        | 69 |
| Le biais de conservatisme et la dissonance cognitive .....                                                      | 71 |
| La loi des petits nombres .....                                                                                 | 73 |
| Les décisions antérieures performantes .....                                                                    | 74 |
| <i>Les biais émotionnels</i> .....                                                                              | 75 |
| La théorie de l'utilité espérée .....                                                                           | 75 |
| La théorie des perspectives .....                                                                               | 76 |
| Optimisme et excès de confiance .....                                                                           | 80 |
| Les biais dynamiques .....                                                                                      | 82 |
| Les marchés financiers ne sont pas efficaces .....                                                              | 83 |
| <i>L'arbitrage est une activité risquée</i> .....                                                               | 84 |
| Le risque fondamental .....                                                                                     | 85 |
| Le risque lié aux noise traders .....                                                                           | 86 |
| L'arbitrage est coûteux .....                                                                                   | 87 |
| <i>Quelques anomalies boursières</i> .....                                                                      | 87 |
| Tout ce qui brille attire .....                                                                                 | 88 |
| Un arbitrage limité, même pour des actions jumelles .....                                                       | 89 |
| <i>Le droit de réponse de la théorie de l'efficacité</i> .....                                                  | 89 |
| Les limites de l'analyse de Malkiel .....                                                                       | 91 |
| <b>Chapitre 3 – Conventions et bulles spéculatives</b> .....                                                    | 93 |
| La théorie économique classique ne permet pas de justifier les bulles spéculatives .....                        | 94 |
| <i>Les bulles spéculatives, un phénomène inexplicable</i> .....                                                 | 94 |
| <i>Le concept de valeur fondamentale n'est pas pertinent</i> .....                                              | 94 |

|                                                                                         |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>Keynes et le concours de beauté</i> .....                                            | 97  |
| La théorie des conventions .....                                                        | 98  |
| <i>Définition</i> .....                                                                 | 98  |
| <i>Comment se forment les conventions ?</i> .....                                       | 99  |
| <i>Les bulles spéculatives rationnelles</i> .....                                       | 101 |
| <i>Les conventions ont aussi une fin</i> .....                                          | 102 |
| La théorie des conventions par l'exemple .....                                          | 103 |
| <i>La bulle technologique des années 1990 : un cas d'école</i> .....                    | 103 |
| <i>La bulle spéculative sur le pétrole</i> .....                                        | 105 |
| <i>George Soros et la théorie de la réflexivité</i> .....                               | 106 |
| <i>La thèse de Marie Brière sur la théorie des conventions</i> .....                    | 108 |
| La fuite exagérée vers la qualité .....                                                 | 110 |
| Inertie des taux longs en raison de la forte crédibilité<br>des banques centrales ..... | 110 |
| Les phénomènes de mode .....                                                            | 111 |
| Limites de la théorie des conventions .....                                             | 112 |
| La formation d'une convention .....                                                     | 113 |
| <b>Chapitre 4 – L'analyse psychologique</b> .....                                       | 115 |
| Y a-t-il une logique derrière les mouvements boursiers ? .....                          | 115 |
| <i>Le point de vue des grands traders</i> .....                                         | 116 |
| <i>La réaction du marché peut être contraire aux nouvelles publiées</i> .....           | 118 |
| <i>Le marché peut évoluer sans raison apparente</i> .....                               | 119 |
| <i>Leçons tirées de l'analyse psychologique</i> .....                                   | 122 |
| <i>Règle de trading tirées de l'analyse psychologique</i> .....                         | 125 |
| Application concrète de l'analyse psychologique .....                                   | 126 |
| <i>Abby Cohen : le gourou désavoué par les marchés</i> .....                            | 126 |
| <i>Quand tous les journaux disent d'acheter, il faut vendre</i> .....                   | 128 |
| <i>Acheter au son du canon</i> .....                                                    | 129 |
| <i>Les marchés sont plus puissants que les banques centrales</i> .....                  | 131 |
| <i>Le casse-tête du dollar</i> .....                                                    | 135 |
| <i>Le rebond avorté dessiné en avril 2008</i> .....                                     | 137 |
| <i>Le plan Paulson boudé ?</i> .....                                                    | 138 |
| <i>La faillite de Dubaï n'effraie pas les marchés</i> .....                             | 140 |

## Partie 2

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

|                                                                             |     |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Chapitre 5 – Introduction à l'analyse technique</b> .....                | 145 |
| Pourquoi l'analyse technique ? .....                                        | 145 |
| Les pères fondateurs de l'analyse technique .....                           | 146 |
| <i>Munehisa Homa, le père des bougies japonaises</i> .....                  | 146 |
| <i>Charles Dow</i> .....                                                    | 147 |
| <i>Jesse Livermore : mémoires d'un spéculateur</i> .....                    | 148 |
| <i>La dimension mystique de l'analyse technique : Elliott et Gann</i> ..... | 149 |
| <i>Le swing trading : Schabacker et Taylor</i> .....                        | 149 |
| <i>L'analyse technique moderne : Wilder et Appel</i> .....                  | 150 |

|                                                                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Les principes de base de l'analyse technique .....                                                              | 150 |
| <i>Les principes fondamentaux</i> .....                                                                         | 151 |
| <i>La prise en compte de la dimension psychologique</i> .....                                                   | 152 |
| <i>La loi de l'offre et de la demande</i> .....                                                                 | 153 |
| <i>L'analyse technique n'est pas une boule de cristal</i> .....                                                 | 155 |
| Les raisons du succès actuel de l'analyse technique .....                                                       | 156 |
| <i>Les limites de l'analyse fondamentale</i> .....                                                              | 156 |
| <i>Une méthode simple, accessible et pragmatique</i> .....                                                      | 157 |
| <i>Une égalité de traitement pour tous les intervenants</i> .....                                               | 158 |
| <i>L'analyse technique est mieux acceptée par le monde académique</i> .....                                     | 159 |
| <i>Une approche plébiscitée par les grands traders</i> .....                                                    | 160 |
| <b>Chapitre 6 – L'analyse technique a-t-elle des fondements<br/>théoriques solides ?</b> .....                  | 163 |
| Une approche fortement critiquée par le monde académique .....                                                  | 164 |
| <i>Les critiques acerbes des fundamentalistes</i> .....                                                         | 165 |
| Quelques phrases célèbres... .....                                                                              | 165 |
| <i>Les limites de l'analyse technique</i> .....                                                                 | 168 |
| L'analyse technique est trop subjective .....                                                                   | 168 |
| L'exacerbation de la concurrence rendrait l'analyse technique<br>inefficace .....                               | 169 |
| <i>Les limites de la théorie de l'efficacité des marchés</i> .....                                              | 170 |
| Les résultats en laboratoire annulent les critiques<br>des fundamentalistes .....                               | 170 |
| Les hypothèses de la théorie orthodoxe semblent peu fiables .....                                               | 171 |
| Est-il possible de battre le marché en utilisant l'analyse technique ? .....                                    | 174 |
| Les derniers travaux de recherche redonnent du crédit<br>à l'analyse technique .....                            | 176 |
| <i>La psychologie est finalement prise au sérieux<br/>        par la théorie économique contemporaine</i> ..... | 176 |
| La finance comportementale confirme les thèses<br>de l'analyse technique .....                                  | 176 |
| La finance comportementale donne des fondements théoriques<br>à l'analyse technique .....                       | 178 |
| Les conventions appuient l'existence de tendances .....                                                         | 179 |
| Les derniers travaux de recherche prouvent<br>que l'analyse technique permet de battre les marchés .....        | 181 |
| <i>L'analyse technique est un outil d'analyse indispensable</i> .....                                           | 185 |
| Les principales raisons de l'efficacité de l'analyse technique .....                                            | 186 |
| Les prophéties autoréalisatrices expliquent-elles l'efficacité<br>de l'analyse technique ? .....                | 187 |
| L'analyse technique serait-elle moins efficace aujourd'hui ? .....                                              | 190 |
| <br>Partie 3<br><br>                                                                                            |     |
| <b>Analysez les marchés comme un professionnel</b>                                                              |     |
| <b>Chapitre 7 – La tendance est votre alliée</b> .....                                                          | 197 |
| Introduction .....                                                                                              | 197 |
| <i>Échelle arithmétique ou échelle logarithmique ?</i> .....                                                    | 197 |

|                                                                                                            |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>Une volatilité accrue des marchés</i> .....                                                             | 198 |
| Les principales configurations du marché .....                                                             | 201 |
| <i>Le marché en tendance haussière</i> .....                                                               | 202 |
| <i>Le marché en tendance baissière</i> .....                                                               | 203 |
| <i>Le marché sans tendance</i> .....                                                                       | 204 |
| Les lignes de tendance .....                                                                               | 207 |
| <i>Représentation graphique</i> .....                                                                      | 207 |
| <i>Commentaires</i> .....                                                                                  | 207 |
| <i>Conditions d'efficacité d'une ligne de tendance</i> .....                                               | 208 |
| Repérer un retournement de tendance à l'aide d'une ligne<br>de tendance .....                              | 211 |
| Les canaux .....                                                                                           | 212 |
| <i>Représentation graphique</i> .....                                                                      | 212 |
| <i>Description</i> .....                                                                                   | 212 |
| <i>Les droites intermédiaires</i> .....                                                                    | 213 |
| <i>Rupture du canal</i> .....                                                                              | 214 |
| <i>Précautions à prendre lors de la détection d'un signal</i> .....                                        | 215 |
| Comment détecter la fin d'une tendance ? .....                                                             | 216 |
| <i>Le retournement de tendance</i> .....                                                                   | 217 |
| Comment se forment les tendances ? .....                                                                   | 219 |
| <i>La théorie de Dow</i> .....                                                                             | 219 |
| Application de la théorie de Dow aux marchés actuels .....                                                 | 221 |
| <i>La formation d'une tendance haussière</i> .....                                                         | 223 |
| Les vagues d'Elliott, rythmique et cyclicité des marchés .....                                             | 226 |
| <i>Introduction aux vagues d'Elliott</i> .....                                                             | 226 |
| <i>Décomposition des vagues d'Elliott</i> .....                                                            | 227 |
| <i>Commentaires</i> .....                                                                                  | 228 |
| <i>Quatre principes de base et cinq règles</i> .....                                                       | 229 |
| <i>Les vagues correctives</i> .....                                                                        | 230 |
| <i>Ratios standards de retracement pour les vagues 2</i> .....                                             | 230 |
| <i>Ratios standards de retracement pour les vagues 4</i> .....                                             | 231 |
| <i>Peut-on distinguer une vague corrective d'un véritable<br/>        retournement de tendance ?</i> ..... | 232 |
| <i>La règle de l'alternance</i> .....                                                                      | 233 |
| <i>Les vagues impulsives</i> .....                                                                         | 233 |
| <i>Objectifs des vagues 3</i> .....                                                                        | 233 |
| <i>Objectifs des vagues 5</i> .....                                                                        | 234 |
| <i>Les vagues d'Elliott dans la pratique</i> .....                                                         | 234 |
| <i>Avantages...</i> .....                                                                                  | 234 |
| <i>... et inconvénients</i> .....                                                                          | 235 |
| <b>Chapitre 8 – L'analyse graphique</b> .....                                                              | 237 |
| Les supports et les résistances .....                                                                      | 238 |
| <i>Les supports</i> .....                                                                                  | 238 |
| <i>Les résistances</i> .....                                                                               | 238 |
| <i>Analyse détaillée des supports et des résistances</i> .....                                             | 240 |
| <i>L'efficacité des supports et des résistances</i> .....                                                  | 241 |
| <i>L'importance des chiffres ronds comme supports/résistances</i> .....                                    | 243 |
| <i>Les cours ont une mémoire</i> .....                                                                     | 245 |

|                                                                                                                  |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>Les faux signaux générés par les supports et les résistances</i> .....                                        | 246 |
| Description du phénomène .....                                                                                   | 246 |
| Illustration graphique .....                                                                                     | 248 |
| Les principales figures graphiques de retournement .....                                                         | 250 |
| <i>Le double bottom ou double creux</i> .....                                                                    | 250 |
| Description .....                                                                                                | 250 |
| Faux signaux générés par la figure en double bottom .....                                                        | 251 |
| Exemples graphiques .....                                                                                        | 252 |
| <i>Le double top</i> .....                                                                                       | 253 |
| Description .....                                                                                                | 253 |
| Exemples graphiques .....                                                                                        | 254 |
| <i>La figure en tête-épaules</i> .....                                                                           | 255 |
| Description .....                                                                                                | 255 |
| Les figures graphiques de continuation .....                                                                     | 257 |
| <i>Les drapeaux</i> .....                                                                                        | 257 |
| <i>Les triangles</i> .....                                                                                       | 258 |
| Les gaps .....                                                                                                   | 259 |
| <i>Les gaps communs</i> .....                                                                                    | 260 |
| <i>Le breakaway gap (gap de retournement)</i> .....                                                              | 260 |
| <i>Le gap de continuation (measuring gap)</i> .....                                                              | 261 |
| <i>Le gap de fin de mouvement (exhaustion gap)</i> .....                                                         | 261 |
| <i>Illustrations</i> .....                                                                                       | 262 |
| <i>Comment jouer un gap</i> .....                                                                                | 264 |
| <i>Gaps et rounding tops et bottoms</i> .....                                                                    | 266 |
| <b>Chapitre 9 – L’essentiel sur les bougies japonaises</b> .....                                                 | 269 |
| Brève présentation des bougies japonaises .....                                                                  | 269 |
| <i>Un peu d’histoire</i> .....                                                                                   | 269 |
| <i>La construction des bar charts et des chandeliers</i> .....                                                   | 270 |
| Les bar charts .....                                                                                             | 270 |
| Les bougies japonaises .....                                                                                     | 271 |
| Quelle est la meilleure représentation graphique des cours boursiers :<br>le match bougies vs bar charts ? ..... | 272 |
| <i>Points forts et points faibles des bougies japonaises</i> .....                                               | 272 |
| Points forts .....                                                                                               | 272 |
| Points faibles .....                                                                                             | 273 |
| <i>L’efficacité des bougies dépend avant tout du sous-jacent</i> .....                                           | 273 |
| Les principales figures de retournement en bougies japonaises .....                                              | 275 |
| <i>Le doji</i> .....                                                                                             | 276 |
| <i>Marteaux et pendus</i> .....                                                                                  | 279 |
| <i>Marteaux inversés (inverted hammers) et étoiles filantes (shooting stars)</i> .....                           | 281 |
| <i>Les étoiles</i> .....                                                                                         | 283 |
| Étoile du soir .....                                                                                             | 283 |
| Étoile du matin .....                                                                                            | 285 |
| Remarques sur les étoiles .....                                                                                  | 285 |
| <i>Les avalements</i> .....                                                                                      | 286 |
| L’avelement haussier .....                                                                                       | 286 |
| L’avelement baissier .....                                                                                       | 288 |
| <i>Nuages et pénétrantes</i> .....                                                                               | 289 |
| Le nuage noir (dark cloud cover) .....                                                                           | 289 |
| La pénétrante (piercing pattern) .....                                                                           | 290 |



|                                                                                                  |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>Harami ou femme enceinte</i> .....                                                            | 292 |
| Les autres figures en bougies japonaises (continuation et indécision) ...                        | 293 |
| <i>La structure qui cale</i> .....                                                               | 293 |
| <i>La ligne de contre-attaque</i> .....                                                          | 295 |
| <i>Trois méthodes descendantes, trois méthodes ascendantes</i> .....                             | 297 |
| Les trois méthodes ascendantes .....                                                             | 297 |
| Les trois méthodes descendantes .....                                                            | 298 |
| <i>Structure en dessous-de-plat</i> .....                                                        | 298 |
| <i>Le passant de ceinture</i> .....                                                              | 298 |
| L'interprétation des bougies dans la pratique .....                                              | 299 |
| <i>Les figures en Marubozu</i> .....                                                             | 300 |
| <i>Comment analyser un graphique en bougies japonaises de manière simple ?</i> .....             | 300 |
| <i>Les conditions de l'efficacité des bougies</i> .....                                          | 303 |
| <i>Les faux signaux générés par les bougies japonaises</i> .....                                 | 304 |
| Les faux signaux sont-ils fréquents ? .....                                                      | 306 |
| Graphiques commentés .....                                                                       | 307 |
| <i>Étude de France Télécom (monthly)</i> .....                                                   | 307 |
| <i>CAC 40 : analyse du krach de mars 2000 (monthly)</i> .....                                    | 308 |
| Leçons tirées de ce graphique .....                                                              | 309 |
| <i>Dow Jones : analyse « bougiste »</i> .....                                                    | 309 |
| <i>Titre AGF : analyse du marché haussier depuis 1996</i> .....                                  | 310 |
| <i>Titre Cap Gemini : marteau et étoile filante</i> .....                                        | 311 |
| <i>Titre Alcatel : avalement baissier et krach</i> .....                                         | 312 |
| <b>Chapitre 10 – Les indicateurs techniques</b> .....                                            | 315 |
| Les caractéristiques communes à la plupart des indicateurs .....                                 | 316 |
| <i>La distinction opérée entre indicateurs avancés et indicateurs de suivi de tendance</i> ..... | 316 |
| <i>Les indicateurs de surachat-survente</i> .....                                                | 316 |
| <i>Zone de neutralité et cyclicité des indicateurs techniques</i> .....                          | 317 |
| <i>Supports, résistances et lignes de tendance</i> .....                                         | 319 |
| <i>La notion de divergence haussière et baissière</i> .....                                      | 321 |
| <i>Précautions à prendre lors du repérage d'une divergence</i> .....                             | 323 |
| Étude des principaux indicateurs techniques .....                                                | 326 |
| <i>Le RSI</i> .....                                                                              | 326 |
| Description .....                                                                                | 326 |
| Le RSI comme indicateur de suivi de tendance .....                                               | 327 |
| Le RSI comme indicateur contra-cyclique .....                                                    | 330 |
| Les faux signaux générés par le RSI .....                                                        | 336 |
| <i>Le stochastique</i> .....                                                                     | 341 |
| Description et propriétés .....                                                                  | 341 |
| L'utilisation du stochastique comme indicateur contra-cyclique .....                             | 342 |
| Interprétation .....                                                                             | 342 |
| Quels paramètres pour le stochastique ? .....                                                    | 342 |
| L'utilisation du stochastique comme indicateur de retournement de tendance .....                 | 348 |
| <i>Les moyennes mobiles</i> .....                                                                | 354 |
| Le choix d'une période pour la moyenne mobile .....                                              | 354 |
| Principaux signaux communiqués par cet indicateur .....                                          | 354 |

|                                                                                                                     |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Le MACD .....                                                                                                       | 356        |
| Description .....                                                                                                   | 356        |
| Le MACD comme indicateur de suivi de tendance .....                                                                 | 356        |
| Le MACD comme indicateur contra-cyclique .....                                                                      | 357        |
| Les faux signaux .....                                                                                              | 359        |
| Les bandes de Bollinger .....                                                                                       | 360        |
| Efficacité des bandes de Bollinger .....                                                                            | 360        |
| Utilisation des bandes de Bollinger dans un marché sans tendance .....                                              | 361        |
| Utilisation des bandes de Bollinger dans la pratique .....                                                          | 362        |
| Les volumes .....                                                                                                   | 367        |
| <b>Chapitre 11 – Techniques avancées en analyse boursière .....</b>                                                 | <b>369</b> |
| Le RSI, un indicateur extrêmement efficace .....                                                                    | 369        |
| Le concept de stabilisation/accélération .....                                                                      | 369        |
| Formation de la stabilisation/accélération sur le RSI .....                                                         | 370        |
| Déterminer un objectif avec le RSI .....                                                                            | 374        |
| Intérêt de cette technique ? .....                                                                                  | 376        |
| Déterminer un objectif dans la pratique .....                                                                       | 376        |
| Bougies japonaises et indicateurs techniques .....                                                                  | 377        |
| L'importance de filtrer les signaux en bougies japonaises .....                                                     | 377        |
| Le danger des bougies : faut-il toujours prendre en compte<br>les signaux donnés par les bougies japonaises ? ..... | 377        |
| Filtrer les signaux dans la pratique .....                                                                          | 381        |
| Filtrer les faux signaux avec les indicateurs techniques .....                                                      | 383        |
| Filtrer les signaux des bougies japonaises<br>avec les indicateurs techniques .....                                 | 383        |
| Filtrer les faux signaux chartistes avec les indicateurs techniques .....                                           | 386        |
| Double top et bougies .....                                                                                         | 388        |
| Filtrer les signaux des indicateurs techniques avec les bougies<br>japonaises .....                                 | 390        |
| Faux signaux donnés par les indicateurs techniques .....                                                            | 390        |
| Combiner les signaux pour augmenter ses chances de succès .....                                                     | 391        |
| Combiner stochastique et bougies japonaises .....                                                                   | 391        |
| Présentation .....                                                                                                  | 391        |
| Exemples concrets .....                                                                                             | 392        |
| Bougies japonaises et zone de neutralité .....                                                                      | 394        |
| Rappel sur les supports/résistances .....                                                                           | 394        |
| Analyse détaillée du titre Eurodisney .....                                                                         | 397        |
| Bougies japonaises et lignes de tendance sur indicateurs techniques .....                                           | 404        |
| Lignes de tendance sur indicateurs techniques et bougies japonaises .....                                           | 404        |
| Anticiper la cassure d'une zone de support ou de résistance<br>grâce aux indicateurs techniques .....               | 407        |
| Utiliser les indicateurs techniques pour prédire la validité<br>d'une figure graphique .....                        | 409        |
| <b>Chapitre 12 – Puissance de l'analyse<br/>technique dans la pratique .....</b>                                    | <b>411</b> |
| Repérer très tôt les retournements majeurs en tendance .....                                                        | 413        |
| Le krach de 1998 .....                                                                                              | 413        |
| Rappel des faits .....                                                                                              | 413        |
| Signaux graphiques sur les principaux indices boursiers .....                                                       | 414        |

|                                                                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| L'effondrement du secteur bancaire .....                                                                                  | 415 |
| <i>Le krach larvé entamé en mars 2000</i> .....                                                                           | 417 |
| Bref rappel des faits .....                                                                                               | 417 |
| Étude graphique du krach de mars 2000 .....                                                                               | 417 |
| Un krach larvé .....                                                                                                      | 419 |
| Étude graphique de quelques actions phares .....                                                                          | 421 |
| <i>Le retournement majeur à la hausse de 2003</i> .....                                                                   | 423 |
| Bref rappel des faits .....                                                                                               | 423 |
| <b>Anticiper les informations non connues par le grand public</b><br><b>(délict d'initiés)</b> .....                      | 427 |
| <i>Quelques cas marquants</i> .....                                                                                       | 429 |
| EADS : un cas d'école ? .....                                                                                             | 429 |
| L'étonnant krach d'Alcatel .....                                                                                          | 431 |
| Le scandale Enron .....                                                                                                   | 433 |
| Rumeurs d'OPA dans le secteur bancaire .....                                                                              | 437 |
| <i>Le 11-Septembre était-il prévisible ?</i> .....                                                                        | 440 |
| Graphiques des indices boursiers avant le krach ....                                                                      | 440 |
| Étude du titre Accor .....                                                                                                | 442 |
| Étude du titre Air France .....                                                                                           | 443 |
| <i>La crise des subprimes était-elles prévisible ?</i> .....                                                              | 445 |
| Préambule .....                                                                                                           | 445 |
| Configuration graphique avant le krach .....                                                                              | 446 |
| Conclusion .....                                                                                                          | 450 |
| <i>Le rebond puissant entamé en avril 2009</i> .....                                                                      | 450 |
| <i>Ne jamais se battre contre le marche : les résultats record des banques</i><br><i>affichés durant l'été 2009</i> ..... | 452 |
| <i>Crise grecque et débâcle de l'euro et des indices boursiers</i> .....                                                  | 455 |
| Conclusion .....                                                                                                          | 458 |

## Partie 4

### Le trader est avant tout un stratège

|                                                                         |     |
|-------------------------------------------------------------------------|-----|
| <b>Chapitre 13 – La dimension stratégique du trading</b> .....          | 463 |
| <b>Quand le trading s'inspire de l'art de la guerre</b> .....           | 464 |
| <i>Leçons tirées de L'Art de la guerre de Sun Tzu</i> .....             | 464 |
| Similitudes entre l'art de la guerre et le trading .....                | 464 |
| L'importance de la représentation (s'imaginer en général d'armée) ..... | 465 |
| <i>La meilleure attitude : l'investisseur stratège</i> .....            | 466 |
| Les principales catégories d'investisseurs .....                        | 466 |
| Le trader stratège .....                                                | 467 |
| <i>L'importance de la stratégie</i> .....                               | 469 |
| Définition de la stratégie .....                                        | 470 |
| Les différentes stratégies .....                                        | 471 |
| <b>L'objectif premier du trader doit être sa survie</b> .....           | 473 |
| <i>La nécessaire phase d'apprentissage</i> .....                        | 474 |
| <i>La gestion des risques : un impératif</i> .....                      | 474 |
| L'importance de la gestion des risques .....                            | 475 |
| L'art d'arriver à ses fins sans prendre de risques .....                | 476 |
| Il faut toujours penser aux conséquences de ses actes .....             | 477 |
| <i>La fuite est parfois la meilleure alternative</i> .....              | 477 |

|                                                                                            |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Savoir attaquer .....                                                                      | 478 |
| <i>Les problèmes psychologiques qui se posent lors de l'ouverture d'une position</i> ..... | 479 |
| <i>Attaquer quand les probabilités nous sont favorables</i> .....                          | 480 |
| La patience .....                                                                          | 480 |
| <i>Rester maître en toute circonstance</i> .....                                           | 481 |
| <i>Jouer les probabilités</i> .....                                                        | 482 |
| Derrière chaque position, il doit toujours y avoir une raison .....                        | 483 |
| Rester à l'écart des marchés quand les conditions ne sont pas optimales .....              | 483 |
| <i>S'adapter à la situation</i> .....                                                      | 484 |
| La flexibilité : adapter sa stratégie aux conditions de marché .....                       | 484 |
| Rechercher la ligne de la moindre résistance .....                                         | 485 |
| Bien gérer ses ressources .....                                                            | 486 |
| Ne jamais se mesurer à plus fort que soi .....                                             | 487 |
| <i>Ne pas dévoiler sa stratégie</i> .....                                                  | 488 |
| Rester discret sur ses intentions .....                                                    | 488 |
| L'intérêt de ne jamais dévoiler sa stratégie .....                                         | 489 |
| Une préparation sans failles .....                                                         | 489 |
| <i>Connaître son environnement</i> .....                                                   | 489 |
| L'importance de la préparation .....                                                       | 490 |
| Qui sont nos concurrents ? .....                                                           | 492 |
| <i>Être prêt à combattre</i> .....                                                         | 492 |
| Spécialisation .....                                                                       | 492 |
| Visualisation .....                                                                        | 493 |
| <i>Être irréprochable</i> .....                                                            | 493 |
| <i>Recourir à la ruse</i> .....                                                            | 494 |
| La ruse : l'art de manipuler ses adversaires à son avantage .....                          | 494 |
| Les marchés sont-ils manipulés ? .....                                                     | 497 |
| L'importance d'être indépendant .....                                                      | 498 |
| Les conditions psychologiques de la victoire .....                                         | 498 |
| <i>Être discipliné</i> .....                                                               | 498 |
| Ne pas risquer le tout pour le tout .....                                                  | 499 |
| Être dans de bonnes dispositions .....                                                     | 499 |
| Rester zen .....                                                                           | 499 |
| Prendre ses responsabilités .....                                                          | 500 |
| <i>Ne pas avoir d'ego</i> .....                                                            | 500 |
| Éliminer tout ego en trading .....                                                         | 501 |
| Ne pas agir par vengeance .....                                                            | 502 |
| <i>Ne pas avoir peur de l'échec</i> .....                                                  | 502 |
| <i>Se focaliser sur le processus et non sur la victoire</i> .....                          | 503 |
| Le processus .....                                                                         | 503 |
| Accepter l'échec et les pertes temporaires .....                                           | 504 |
| <i>Ne pas se relâcher</i> .....                                                            | 504 |
| <b>Chapitre 14 – Le money management</b> .....                                             | 507 |
| Introduction au money management .....                                                     | 507 |
| L'objectif premier du trader doit être d'assurer sa survie .....                           | 509 |
| <i>La gestion des risques est capitale</i> .....                                           | 509 |
| <i>Les origines du risque de ruine</i> .....                                               | 511 |
| La paralysie .....                                                                         | 511 |
| L'entêtement .....                                                                         | 512 |
| Le manque de rigueur .....                                                                 | 512 |

|                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| La précipitation (impulsivité) .....                                               | 512 |
| Sortie précoce d'une position .....                                                | 513 |
| Sortie tardive .....                                                               | 513 |
| <i>Le risque de ruine</i> .....                                                    | 514 |
| Définitions .....                                                                  | 514 |
| Le nombre de titres ou de contrats à traiter (la taille de la position) .....      | 516 |
| Le danger de la surexposition .....                                                | 517 |
| Évaluer le risque de ruine .....                                                   | 518 |
| Simuler le risque de ruine .....                                                   | 522 |
| Le money management est une affaire de chiffres .....                              | 523 |
| <i>La détermination des opportunités au travers du Risk/Reward</i> .....           | 523 |
| Le risk reward .....                                                               | 524 |
| De l'importance de définir le risque .....                                         | 525 |
| <i>L'estimation du risque en pratique</i> .....                                    | 525 |
| Le stop .....                                                                      | 525 |
| Le trailing stop .....                                                             | 526 |
| <i>Gérer les positions ouvertes</i> .....                                          | 527 |
| Les stops doivent être respectés religieusement .....                              | 528 |
| Établissement d'un stop loss .....                                                 | 529 |
| <i>Application de la notion de Risk/Reward aux vagues d'Elliott</i> .....          | 529 |
| Anticipation d'une vague 3 .....                                                   | 530 |
| Jouer une vague 3 .....                                                            | 531 |
| <i>Peut-on déterminer la taille optimale d'une position ?</i> .....                | 532 |
| Risque uniforme par trade .....                                                    | 533 |
| Part fixe du capital en risque .....                                               | 533 |
| La formule de Kelly .....                                                          | 533 |
| Varier la taille de ses positions ? .....                                          | 536 |
| Le payoff ratio doit être privilégié à la probabilité de succès .....              | 537 |
| La diversification et le choix des marchés .....                                   | 540 |
| <i>Limiter le risque à travers la diversification</i> .....                        | 540 |
| L'importance de la diversification .....                                           | 540 |
| Le pair trading .....                                                              | 541 |
| Les limites de la diversification .....                                            | 542 |
| <i>Comment sélectionner un système de trading performant ?</i> .....               | 542 |
| Le choix des marchés .....                                                         | 542 |
| Un ratio de Sharpe élevé .....                                                     | 543 |
| Un système de trading performant mais simple .....                                 | 543 |
| Quelques techniques pour améliorer sa performance .....                            | 544 |
| <i>Le système de Livermore : moyenner dans le sens du mouvement dominant</i> ..... | 544 |
| Les avantages du système de Livermore .....                                        | 545 |
| Le système de Jesse Livermore dans la pratique .....                               | 547 |
| Les limites de la méthode de Livermore .....                                       | 549 |
| <i>Le système classique : ouvrir sa position en un seul temps</i> .....            | 550 |
| Le système classique dans la pratique .....                                        | 550 |
| Les limites du système classique .....                                             | 551 |
| <i>La méthode hybride</i> .....                                                    | 552 |
| <b>Conclusion</b> .....                                                            | 554 |
| <b>Bibliographie</b> .....                                                         | 556 |
| <b>Index</b> .....                                                                 | 573 |