

L'ANTI-SYSTEME DE LA PREVISION BOURSIERE

Le niveau des cours de Bourse est aux Etats-Unis l'un des "Leading Economic Indicators". Mais ces indicateurs économiques avancés, dont le rôle est de prévoir l'évolution de l'activité plusieurs mois à l'avance, déterminent largement le comportement de la Bourse. Ce type de rétroaction tautologique parasite se retrouve à plusieurs niveaux de l'étrange système de la prévision boursière.

L'imagerie populaire accorde à la vénérable institution de la Bourse des pouvoirs prophétiques et une vertu d'inafaillibilité qui masquent une réalité beaucoup plus complexe. Même si la téléologie finale reste une sorte de clairvoyance, les mécanismes qui y mènent sont aussi pervers qu'inattendus. Le monde boursier se compose d'investisseurs, individuels ou collectifs, dont le but est de gagner de l'argent. Pour l'atteindre, ils doivent faire preuve, a priori, d'une certaine science divinatoire : il s'agit d'estimer au plus juste le flux des bénéfices futurs des entreprises. Le capital qu'ils mettent à leur disposition étant définitivement immobilisé (les actions ne sont généralement pas remboursées), cet investissement ne trouve d'amortissement ultérieur que sous forme de dividendes d'une part, de croissance de l'entreprise d'autre part (hausse des cours de l'action). Un deuxième paramètre essentiel est l'évolution des taux d'intérêts, qui fixe le prix correct à payer pour une action d'un rendement attendu donné.

A une date quelconque, le niveau des cours, exprimé en un indice global – le Dow Jones par exemple – traduit effectivement l'anticipation de l'ensemble des investisseurs sur la performance économique à court et moyen terme du pays. Pourtant, ce résultat en apparence logique est obtenu au prix d'une double et étonnante incohérence. Ainsi, on pourrait logiquement s'attendre à découvrir, dans l'antichambre des salles d'ordinateurs des puissantes institutions financières intervenant sur les marchés, de savants et complexes modèles économétriques. Un premier paradoxe est que ces modèles n'existent pas ; ou, plus exactement, leur objet est différent. De fait, les véritables modèles économiques prévisionnels sont l'apanage quasi-exclusif des instituts de conjoncture, des centres de décision politico-économiques (banques centrales, gouvernements, directions générales des sociétés), et des organismes de régulation supra-nationaux (FMI, Banque Mondiale, etc.). Leurs conclusions sont connues, leurs objectifs déclarés, leurs moyens inventoriés. La Bourse les enregistre.

On peut déjà soupçonner l'investisseur, pour cette raison, d'avoir autre chose en tête que la prévision pure et simple. Mais aller plus loin dans cette voie impose d'abord de se débarrasser d'un deuxième personnage, apparemment encombrant : l'analyste financier. Celui-ci exerce ses talents sous la forme d'études prospectives à moyen terme. Il y a donc bien là l'apparence d'une tentative de projection dans l'avenir. Comme par ailleurs son travail est rémunéré par l'investisseur lui-même, par le biais des frais attachés à chaque transaction, et que le salaire de l'analyste est plus que proportionnel à la qualité de ses recommandations, n'avons-nous pas déniché là le véritable prophète ? La mesure statistique de l'efficacité du jugement des analystes aboutit à un résultat positif. On ne peut malheureusement pas en tirer pour autant de conclusions définitives. En premier lieu, la valeur informationnelle ajoutée de leurs études est suffisamment faible pour que l'on doive renoncer à la discuter. Peut-être leur véritable rôle n'est-il en définitive que de rendre plus disponible, plus transparente, une information somme toute déjà existante, qui figure, bien avant leur intervention, dans les rapports stratégiques internes des entreprises. Ensuite, les analystes sont rarement d'accord entre eux, au point d'émettre souvent des jugements diamétralement opposés. Les mauvaises langues ajoutent même que ce sont leurs rares consensus qui mènent aux plus coûteuses désillusions, en poussant les investisseurs à surpayer des titres dont les mérites, s'ils sont évidents, n'en restent pas moins soumis aux hasards du futur.

Enfin, l'étude des marchés semble bien prouver que l'information financière, d'où qu'elle vienne, est en très peu de temps à la disposition d'un nombre suffisant de compétiteurs pour perdre, par là même, toute valeur monnayable supérieure au prix payé pour l'obtenir. A ce titre l'investisseur informé n'a guère plus de pouvoir que le démon de Maxwell, qui achète au même prix la nég-entropie qu'il crée en apparence. La théorie des marchés résume bien ce point en démontrant, sans contradiction valable, que l'évolution des cours de bourse est un phénomène (presque) parfaitement aléatoire. Son raisonnement initial est le suivant : puisque l'information est à la disposition de tous les intervenants, et identique pour tous, toute celle qui est disponible à un instant donné est inexorablement "contenue" dans le cours à cet instant. Le marché est dit, dans ces conditions, "efficient". Cela signifie deux choses.

La première est qu'aucune distorsion, aucune perturbation ne peut troubler durablement l'équilibre thermodynamique parfait instauré entre ceux qui concluent "plus" et ceux qui concluent "moins". On aboutit ainsi à la théorie du "Random Walk", la marche au hasard des cours : puisque tout ce qui est logiquement prévisible est connu, seule une information nouvelle, de nature imprévisible, peut modifier cet équilibre. Comme elle a a priori autant de chances d'aller dans le bon sens que dans le mauvais, nul ne peut prévoir le cours du lendemain, de la semaine ou de l'année suivante. Et la théorie de vérifier soigneusement, analyse de données à l'appui, qu'il n'existe de corrélation statistique entre aucune série de cours passés et les cours futurs.

La deuxième est que l'analyse ne peut pas prévoir l'avenir, et doit donc se contenter de commenter le passé. Cette perfide mais inéluctable conclusion sonne définitivement le glas du mythe de l'investisseur clairvoyant. Aussi ce dernier, passé une période d'apprentissage parfois coûteuse, passe-t-il rapidement à la recherche et au perfectionnement d'autres déterminants de son comportement qu'une hypothétique compétence prévisionnelle. Nous voici là au cœur de la première incohérence qui caractérise le système de la prévision boursière : l'investisseur avisé est celui qui renonce à faire acte de prévision, frère en tous points du poète persan :

"Then to the rolling Heav'n itself I cried,
Asking, 'What Lamp has Destiny to guide
Her little Children stumbling in the Dark ?'
And 'A blind Understanding !' Heav'n replied".

De quels moyens dispose-t-il alors pour s'élever au-dessus de la mêlée ? On trouve ici deux catégories de modèles. Les premiers sont ceux que nous évoquions dans notre introduction. Fils naturels de la théorie précédente, ils recherchent la diminution du risque. Cette approche nouvelle, organisée autour d'une régression statistique appelée "droite de marché", a pour but de déceler la sur- ou sous-évaluation des actions dans l'étude de leur ratio rentabilité/risque, en extrayant dans un premier temps de l'historique du titre – et de titres de paramètres proches – des règles moyennes de fluctuation ; et, dans un deuxième temps, en tentant de le positionner, dans le plan ci-dessus, au-dessus, ou au-dessous, de la droite de marché. D'une manière générale, ces modèles postulent l'annulation, à plus ou moins brève échéance, des écarts dynamiques de certaines

mesures à leurs diverses moyennes mobiles de référence. Les plus perfectionnés, qui nécessitent d'importants moyens de traitement, tentent d'évaluer également les conséquences logiques de scénarios économiques contraires, sans parfois préjuger de leurs chances respectives d'occurrence. Dans certains cas de figure particulièrement appréciés, l'injection de ces scénarios dans le modèle permet de mettre en évidence des quasi-certitudes de gain ou de perte sur certaines catégories précises d'investissements. La valeur ajoutée de ce type de conclusions est d'autant plus forte que leurs hypothèses prévisionnelles de départ sont restreintes ; moins de prévision, plus de certitude. Ainsi, le progrès n'est plus canalisé vers la prévision, mais vers la diminution, voire l'élimination du risque inhérent à cette prévision, diminution qui devient la seule condition, nécessaire et suffisante, du succès.

La deuxième classe de modèles relève de l'analyse dite "technique". Les moyens cités ci-dessus n'étant pas accessibles à tout le monde, il s'est développé depuis plusieurs décennies une sorte de modèle contemplatif du système boursier réel. Le principe en est le suivant. Comme il est impossible à l'investisseur individuel d'accéder en temps réel à toute l'information disponible, chose qui reste le privilège du marché pris dans son ensemble, il peut mieux utiliser son temps en se contentant d'observer la conséquence sur les cours de l'émergence permanente de cette information nouvelle. Pour cela, il examine uniquement les cours et leurs variations, accompagnés des volumes de transactions correspondants. Ces données sont disponibles quotidiennement, clairement résumées sous forme de graphiques peu coûteux, aussi analytiques dans leur contenu que synthétiques dans leur globalité. L'axiome de base est ici que, les mêmes causes produisant d'une manière générale les mêmes effets, l'observation par l'image de ces effets peut légitimement générer de solides présomptions sur l'apparition effective des causes bien avant qu'elles soient connues.

Toutefois, cette méthode est en contradiction violente avec la théorie du Random Walk. Car elle assume, passé le filtrage des fluctuations mineures 100 % aléatoires, qu'il existe des tendances de fond qui ont plus de chances de se poursuivre que de s'inverser. Elle prétend également qu'il existe des lois de comportement des cours, qui donnent lieu à l'apparition de "patterns" graphiques très reconnaissables pour l'initié, sortes de supersignes de niveau structurel élevé - et donc indécélabes par l'analyse statistique élémentaire.

Tout aussi pauvre en contenu prévisionnel que les applications des théories fondamentales, l'analyse technique définit pourtant un ensemble de règles empiriques, dont le moins que l'on puisse dire est qu'il est dangereux de les oublier. Aussi possède-t-elle, de son côté, ses prophètes. L'époque actuelle est bien celle de ces nouveaux "gourous" de tout poil, auxquels les techniques de communication immédiate apportent un avantage déterminant, la micro-informatique des capacités d'investigation décuplées, et les médias spécialisés une audience qui, sous des dehors de complaisance, traduit certainement l'impact réel de leurs prédictions auprès de la communauté financière. On pourrait craindre, leurs diagnostics étant souvent proches, que leur consensus lockéen ne dégénère, dans une quête hégélienne de la vérité objective où chacun rechercherait les causes absentes de phénomènes inexistantes, sur une synthèse aussi affabulatrice que pernicieuse mêlant le faux et le vrai, la conséquence et la cause, la nécessité et le hasard.

La Bourse deviendrait ainsi vulnérable dans l'équilibre de ses qualités systémiques foncières. Or, et c'est ici qu'apparaît le deuxième volet de son apparente incohérence, plus la qualité de l'investigation individuelle se dégrade, plus la valeur prévisionnelle du tout s'affirme. L'indice du marché n'est jamais aussi proche de la vérité économique future que dans les moments où les investisseurs avouent ne pas savoir. Finalement, le véritable ennemi de l'objectivité des marchés réside dans les comportements de foule, les certitudes de groupe. Les paniques succédant aux espoirs insensés, le découragement à l'euphorie, sont les seules tempêtes qui menacent sérieusement le navire boursier. Par l'éternelle loi des contraires, elles représenteront peut-être un jour, la dernière unique et vraie chance, pour l'investisseur astucieux, d'accéder au paradis de la fortune.

Pierre Delpuech