

La « théorie des marchés efficients » : une imposture qui semble arranger tout le monde (académique)

Résumé Cet article se propose de rappeler de façon brève et simple pourquoi la « théorie des marchés efficients » est une imposture tout en suggérant une explication sur le fait qu'elle est, malgré tout, maintenue en vie aussi bien par les « hétérodoxes » que par les « orthodoxes » – chacun lui donnant un sens différent, selon ses a priori idéologiques, le tout dans une confusion totale.

La « théorie des marchés efficients » va bientôt avoir 50 ans – elle a été « formulée » pour la première fois par Eugène Fama [dans un article](#) paru en 1970 dans la *Revue of Finance*. Economistes « orthodoxes » et « hétérodoxes » se réfèrent à elle, soit pour en approuver, soit pour en contester la validité sur la base des « tests empiriques » effectués en son nom. Pourtant cette « théorie » n'existe pas ! Fama a dû d'ailleurs reconnaître, à contre cœur, qu'elle était non testable – ce qui la disqualifie d'office puisqu'elle se veut « empirique ». Le Comité Nobel [n'en souffle mot](#) dans les raisons de l'attribution de son prix – il aurait sinon fallu qu'il dise ce que c'est ... –, alors que Fama n'est connu *que pour cela*.

S'il existait un musée des aberrations – ou des horreurs, ou des escroqueries – en sciences, la « théorie des marchés efficients » mériterait d'y figurer en très bonne place.

Tout cela a déjà été [dit](#), [redit](#) et [reredit](#). En vain semble-t-il. Il ne faut, toutefois, jamais perdre espoir. D'où ce texte, qui revient synthétiquement – en 6 points, les plus brefs et simples possibles – sur les raisons pour lesquelles la « théorie des marchés efficients » est un objet non identifié qui n'aurait jamais dû avoir droit de cité dans des publications à prétention scientifique.

Le premier point explique pourquoi l'utilisation du terme « marchés efficients » aurait dû constituer un signal d'alarme pour tout économiste qui se respecte. Les points suivants rappellent le flou de la (pseudo) définition de Fama, contraint d'admettre qu'elle s'appuie sur une hypothèse cachée (le « modèle d'équilibre ») susceptible d'un nombre illimité de formulations, pour ensuite expliquer l'apparent paradoxe de l'existence d'un nombre sans fin de « tests empiriques » d'une théorie dont l'auteur dit qu'elle n'est pas testable. Les deux derniers points proposent quelques (brèves) réflexions

sur *the french touch*, qui rajoute une dose de confusion à celle qui existe déjà, et sur les raisons de la persistance de cette (pseudo) théorie.

1. Il ne peut y avoir d'« efficience » dans une économie où il y a de la monnaie – encore moins s'il y a de la « finance ».

En économie, « efficience » est synonyme d'*optimalité selon le critère de Pareto* : une affectation (répartition) des ressources de l'économie est optimale, selon ce critère, s'il n'est pas possible de la modifier de façon à augmenter la satisfaction de certains sans diminuer celle d'autres. Le critère de Pareto compare les affectations (répartitions) des ressources *sans prendre en compte la façon d'y parvenir*¹. L'affectation des ressources dans une économie où les échanges se font, du moins en partie, avec de la monnaie ne peut être « efficiente » (optimale selon le critère de Pareto), puisque les ressources consacrées à créer et à faire circuler la monnaie peuvent être consacrées à améliorer la situation de certains sans détériorer celle des autres. Si on rajoute toutes les ressources consacrées aux transactions « financières », cela fait un bon « paquet » de ressources en plus à réaffecter !

Sachant cela, tout théoricien néoclassique qui se respecte évite – ou devrait – de parler de « marchés efficients ». Si Fama – un spécialiste dans le traitement des séries statistiques financières – a réussi à faire passer cette expression dans le titre d'un article d'une revue académique, c'est subrepticement, dans une revue de finance, plus préoccupée par l'étude des cours boursiers que par les subtilités « à la Pareto », spécialité des théoriciens en économie « pure »².

2. Une « théorie » aux contours flous

Fama commence [son article de 1970](#), *Efficient Capital Markets : a Review of Theory and Empirical Work*, par une brève évocation du monde des « producteurs-investisseurs » qui allouent le « stock de capital » en se « guidant » sur les « prix des titres ». Puis il embraye sur ce qui a été considéré par la suite comme *la* définition d'un « marché efficient », même si Fama se garde de parler de définition :

« Un marché dans lequel, à tout moment, les prix “reflètent pleinement” l'information disponible est appelé “efficient” » (Fama, 1970, p 383).

Tout le reste de l'article cherche en fait à donner un (vague) contenu à l'expression « reflète pleinement », sans jamais la définir précisément. Fama distingue ainsi trois formes d'« efficience » (« forte », « semi-forte », « faible »), en cherchant à y rattacher certains des modèles les plus connus en finance – qui vont de la simple « marche aléatoire » ([Bachelier](#),

¹ Dans le cas type, celui de l'équilibre de concurrence parfaite (où il n'y a pas de monnaie), il est parfois fait allusion à une sorte de planificateur idéal, qui se charge (bénévolement) de cette affectation.

² Le fait que Fama parle, au départ, de marchés efficients *des capitaux* a peut-être aidé à lever d'éventuelles réticences.

1900)³ aux « semi-martingales » (Samuelson 1964) et au [CAPM de Sharpe](#) (1964). Ce faisant, il donne un semblant de justification au titre de son article, le présentant comme une « revue » de la littérature existante – bien qu’aucun des auteurs qu’il évoque ne se réfère à une quelconque « théorie des marchés efficients »⁴.

Pseudo revue d’une pseudo théorie : tel est l’article de Fama de 1970, devenu depuis la référence la plus utilisée en finance.

3. Une « théorie » non testable, de l’aveu même de son auteur

En 1991, Fama publie, dans la *Revue of Finance*, un [article](#) intitulé *Efficient Capital Markets II*, où il se livre à un bilan sur la « littérature immense » parue depuis 20 ans sur le thème des « marchés efficients ». Il présente, au début de l’article, la théorie des marchés efficients comme étant

« la proposition simple (*simple statement*) que les prix des titres reflètent pleinement toute l’information disponible » (Fama, 1991, p 1575).

Les guillemets autour de « reflètent pleinement » ont disparu : devenu une autorité, Fama ne craint plus qu’un rapporteur grincheux lui demande de préciser ce qu’il entend par « reflète pleinement » ... Il ne peut, toutefois, complètement ignorer, dans ce bilan de sa « théorie », le « [commentaire](#) » de Stephen LeRoy, paru en 1976, qui s’en prend au caractère « très trompeur (*very misleading*) » de « plusieurs passages importants » de l’article de 1970, tout en s’interrogeant sur « la théorie sous-jacente aux études empiriques de l’efficacité des marchés » (LeRoy, 1976, p 141). Fama avait alors [répliqué](#) dans une brève note où il reconnaissait que *sa théorie n’est pas testable*, puisqu’elle s’appuie en fait sur deux hypothèses inséparables (« jointes »).

Dans son article de 1991, il revient brièvement sur ce « sérieux problème » en admettant que

« l’efficacité du marché n’est pas en soi testable. Elle doit être testée avec un modèle d’équilibre, un modèle qui attribue un prix aux actifs » (Fama, 1991 p 1575).

Ainsi, « en raison du problème de l’hypothèse jointe », il est « impossible » de « faire des inférences précises sur le degré (sic) d’efficacité des marchés » (p 1576).

Cette constatation faite, Fama essaye de sauver son bébé, et la renomme qu’il lui a apportée, en attribuant à l’« immense littérature » sur les marchés efficients le mérite d’avoir « amélioré

³ Par la suite une « dérive » a été rajoutée, pour prendre en compte la survenance, imprévisible, d’informations nouvelles (découverte, innovation, catastrophe, etc.) pouvant faire bondir ou s’effondrer le prix d’un titre.

⁴ Samuelson, le plus éminent de tous selon Fama, [récuse dans la conclusion de son article de 1964](#), toute interprétation de son résultat allant dans le sens de l’« efficacité » (optimalité de Pareto). Sharpe parle bien d’« efficacité » mais dans le sens usuel – choix du portefeuille qui rapporte le plus à risque donné.

notre connaissance sur le comportement des rendements des titres » et donc d'avoir « changé les vues et la pratique des professionnels du marché »⁵. Laissons aux financiers apprécier ces « mérites ». En ce qui nous concerne, nous ne pouvons que constater combien nous sommes bien loin de l'affectation « efficiente » des capitaux (« réels ») suggérée par Fama dans le préambule de son article de 1970 et à laquelle les économistes – *a priori* peu concernés par les états d'âme des « professionnels du marché » – songent lorsqu'ils parlent ou évoquent la « théorie des marchés efficients »⁶.

4. Une théorie non testable soumise à une multitude de tests ...

La reconnaissance de l'existence des hypothèses jointes, et donc du caractère non testable de toute théorie qui y fait appel, aurait dû sonner l'arrêt de mort de la « théorie des marchés efficients ». Il n'en a rien été : la machine à tester et à publier était lancée et rien ne pouvait l'arrêter. La demande de tests et de « résultats » est très forte en finance, chacun ayant l'espoir d'en tirer parti, même si le bon sens – et la théorie ! – lui dit le contraire. L'effet moutonnier a manifestement joué à plein : puisque tout le monde parlait de la théorie des marchés efficients et la « testait », elle devait sûrement exister et être définie quelque part – dans l'article de Fama de 1970, par exemple, donné systématiquement en référence mais sans doute très peu lu (il est suffisamment obscur pour dissuader ceux qui ont des vellétés de le faire) ... L'« hypothèse jointe » ? Une affaire d'épistémologues pour ceux, rares, qui en ont entendu parler ...

La théorie étant intestable, de l'aveu même de son « père fondateur », que peuvent donc bien faire les innombrables « tests » effectués en son nom ? Tous jouent en fait, sans trop le dire – ou, pire, sans que leurs auteurs s'en rendent compte – sur le choix du « modèle d'équilibre » sous-jacent, comme le fait Fama dans son article de 1970 lorsqu'il distingue les « efficiences » « forte », « semi forte » et « faible ». [Lorsqu'il a dû s'expliquer sur la crise de 2008](#) – où il était difficile de défendre l'idée que « les marchés » sont « efficients »⁷ –, Fama a

⁵ Selon le [Comité Nobel](#), Fama aurait dans son « article très influent » de 1970, « insisté (*emphasized*) » sur le « problème fondamental » de la nécessité de disposer d'un modèle préalable sur la formation des prix des titres afin de voir si les prix observés « incorporent correctement » toute l'information disponible (p 11). Ni le « commentaire » de LeRoy, ni la « réponse » contrite de Fama ne figurent dans la (très fournie) bibliographie.

⁶ Dans leur ouvrage sur *L'efficience informationnelle des marchés financiers*, Lardic et Mignon écrivent que « dans le cas de l'ajustement lent des prix (sic), Fama (1991) met en avant l'hypothèse jointe selon laquelle tout test d'efficience est un *test joint* d'efficience et d'un modèle d'évaluation des actifs. L'efficience n'est donc pas *directement* testable ... » (p 38, mes italiques). Le problème du « test joint » ne se poserait ainsi que dans le cas d'un ajustement « lent » - alors que Fama ne cache pas qu'il se pose *toujours*. A en croire Lardic et Mignon, même dans le cas « lent » l'efficience pourrait être testée, mais « indirectement ». Il est vrai que si elles avaient relevé depuis le début l'imbroglie initial de Fama, leur livre se serait réduit à une ou deux pages...

⁷ Crise qui a poussé le « jury Nobel » à retarder l'attribution du prix à Fama. Il était difficile d'honorer alors celui qui était surtout connu pour être le chantre de l'« efficience » des marchés. Un délai de décence s'imposait ...

mis en avant le « modèle d'équilibre » le plus consensuel, celui qui postule que la Bourse est un « jeu équitable » : personne ne peut, en moyenne, faire mieux qu'un indice boursier suffisamment diversifié, à moins d'avoir des informations privilégiées. « Les marchés » sont en fait toujours « efficaces » dans ce sens – comme le veut la logique et comme l'« expérience » des fonds spéculatifs le prouve en permanence.

Robert Shiller, qui a partagé avec Fama le « prix Nobel » d'économie, [arrive à la conclusion opposée](#) à la sienne en prenant pour « modèle d'équilibre » celui qui donne la « valeur fondamentale » d'un titre, obtenue en faisant la somme des valeurs actuelles de ses dividendes attendus (futurs). Les tests sur l'« efficacité des marchés » consiste alors à comparer l'évolution des prix théoriques (« valeur fondamentale ») de ces titres à celle de leurs prix effectifs – observés sur les marchés boursiers, par exemple⁸. Shiller constate que les écarts entre ces deux évolutions sont bien trop importants – c'est la fameuse « volatilité » des marchés boursiers – pour que la théorie de l'efficacité des marchés, version « le prix reflète la valeur fondamentale », puisse être acceptée⁹.

Seule la « science économique » peut se permettre de faire partager un prix à deux personnes dont les « tests empiriques » arrivent à des conclusions diamétralement opposées.

Une contradiction qui s'explique quand on comprend que ce sont, en fait, deux théories différentes qui sont testées. [Bradford DeLong](#), un auteur un peu plus lucide que la moyenne, parle des « deux versions » de la théorie – « on ne peut battre le marché (*no free lunch*) » et « le prix est correct (*price-is-right*) ». Il observe, au passage, que le fait de ne pas distinguer entre elles a été à l'origine de « beaucoup de très mauvaise économie ». Il laisse toutefois subsister l'idée que la théorie existe – même si c'est sous la forme de deux versions. Alors qu'elle comporte, en réalité, autant de versions que de « modèles d'équilibre » qui peuvent passer par la tête des théoriciens.

Rares sont ceux qui comprennent l'histoire de l'hypothèse jointe. Encore plus rares sont ceux qui, tout en la comprenant, explicitent le modèle d'équilibre qu'ils utilisent pour faire leurs tests. Les « orthodoxes » enfouissent le modèle dans des formulations mathématiques abscones, tandis que les « hétérodoxes » se complaisent dans des discours obscurs qui se veulent critiques mais qui, en fait, contribuent à entretenir l'idée que la théorie des marchés efficaces est bien définie et testable – les français s'y distinguant, hélas, tout particulièrement.

⁸ Comment cela est-il possible, alors que personne ne connaît le futur ? « Tout simplement » en supposant que les valeurs observées par le passé avaient été prévues par les agents (hypothèse d'anticipations rationnelles), permettant ainsi le calcul, disons en 2018, de la « valeur fondamentale » des actions émises, par exemple en 2000, les dividendes versés *effectivement* (et le taux d'intérêt) entre 2000 et 2018 étant connus.

⁹ [Dans un article publié en 1965](#), Fama écrivait : « un marché de titres est "efficace" si, étant donné l'information disponible, les prix effectifs y représentent à tout moment une très bonne (sic) estimation des valeurs intrinsèques ». Toute référence à ces « valeurs » disparaît, sans explication, dans son article « fondateur » publié 5 ans plus tard, le flou « reflète pleinement » remplaçant alors le vague « très bonne ».

5. *The French Touch* : efficience « allocative », « informationnelle », « opérationnelle », etc.

The french touch consiste très souvent, en économie du moins, soit à rendre fumeuses des théories qui ne le sont pas (trop), soit à les rendre encore plus fumeuses quand elles le sont déjà. La « théorie des marchés efficients » en donne un exemple particulièrement frappant. Paradoxalement, les auteurs qui s'en disent (très) critiques la renforcent en entretenant l'idée qu'elle existe, ou qu'elle est testable (même si les tests la « réfutent »). Ainsi, tous, ou presque, se réfèrent à la (pseudo définition) de Fama en omettant les guillemets du « reflète pleinement » – qui auraient dû, pourtant, les alerter¹⁰. Ils sont, il est vrai, [loin d'être les seuls](#) à le faire. *The french touch* se caractérise surtout, dans le cas présent, par l'invention de plusieurs types d'« efficience » : « allocative », « informationnelle », « opérationnelle », etc. sans que l'on sache exactement à quoi s'en tenir – quel est le modèle d'équilibre sous-jacent, à supposer qu'il existe ? – et ce qui est, éventuellement, testé. Ainsi, André Orléan évoque bien, dans son livre sur *La valeur*,

« ce que Fama appelle le problème de l'hypothèse jointe »,

tout en expliquant dans la foulée qu'

« une autre approche (sic) de l'efficience est avancée qui se prête mieux aux tests empiriques » (p 275).

Après sept (!) pages incompréhensibles sur les variantes de l'efficience ([HEF], [NPR], [NPBM]) de son cru, il parvient à la conclusion que :

« l'approche néo-classique (sic) ne fournit pas de preuve statistique convaincante permettant d'affirmer que les marchés sont efficients » (p 282).

Il serait, ainsi, possible de tester la proposition selon laquelle « les marchés sont efficients » – alors que Fama lui-même a reconnu, à contre cœur, le contraire.

Tous ces auteurs parlent, comme si cela allait de soi, de « valeur fondamentale » ou de « prix intrinsèque », la reliant plus ou moins à celle d'« efficience allocative ». Ainsi, pour Lardic et Mignon

« le concept d'efficience renvoie en premier lieu à l'existence d'un prix intrinsèque des actifs, lié aux fondamentaux sur le marché » (p 14),

tandis que pour Orléan

« un marché financier est efficient si la concurrence fait en sorte qu'à tout instant le prix formé soit conforme à la valeur intrinsèque de l'actif considéré » (p 273)¹¹.

¹⁰ Lardic et Mignon parlent de prix qui « reflètent à chaque instant toute l'information disponible » (p 9 et 16), sans guillemets, tandis que pour Orléan un marché est « efficient » si les actifs financiers sont « évalués correctement, compte tenu de l'information disponible » (p 273), sans préciser ce qu'il entend par « correctement ».

¹¹ Seul Pierre Noël Giraud, dans son *Commerce des promesses* [récuse toute validité « objective »](#) à cette « valeur », qui dépend tout autant de facteurs objectifs que de l'idée, fluctuante, que se font de la situation les divers acteurs économiques – leur « modèle d'interprétation » de cette situation.

La fantaisie atteint son comble chez Michel Aglietta, pour qui « postuler que les marchés sont efficaces » revient à faire des « hypothèses normatives sur l'organisation de l'information sur ces marchés » mais aussi des « hypothèses sur les conditions que doivent vérifier les anticipations pour être déclarées (sic) rationnelles » (p 54). Dans ce cas « les prix formés sur le marché incorporent instantanément toute anticipation de profit futur ». Puis, pour fermer le ban, une phrase mystérieuse et péremptoire, en italiques pour bien marquer le coup. « *Un marché efficace n'est pas un marché parfait* (Fama, 1970) » (p 54). Si Fama savait tout ce qu'on lui fait dire dans notre beau pays ...

Si on rajoute les variantes de l'« efficacité » dues au *french touch* à celles suggérées par Fama – question de noyer le poisson –, on arrive à un total d'au moins 10 (dix) possibilités d'« efficacité » : forte, semi-forte, faible, allocative, informationnelle, opérationnelle, HEF, NPR, NPBM, qui se recouvrent en partie ou qui, peut-être, sont identiques – il est souvent difficile de le savoir, vu le nuage de fumée qui entoure leur « définition ».

Les articles « théoriques », et fumeux, qui en discutent et les « tests empiriques » - d'on ne sait trop quoi – auxquels elles peuvent donner lieu, ont encore de beaux jours devant eux ...

6. Quelques réflexions, pour finir

Comment une expression comme « efficacité des marchés », qui devrait déclencher l'alerte chez tout économiste, a-t-elle pu être acceptée, en 1970, puis devenir omniprésente, en finance mais aussi ailleurs – par contagion, notamment en macroéconomie¹² – alors qu'elle ne veut rien dire – ou, du moins, pas ce que la *vox populi* croit qu'elle veut dire ... ? Il n'y a qu'une seule réponse possible à cette question : l'idéologie. Fama n'est pas un innocent tripatouilleur de statistiques financières. Il est, en 1970 et depuis, professeur à l'Université de Chicago, connue pour être dominée à cette époque, et encore maintenant, par un courant ultra libéral en économie – dont les représentants les plus connus ont été Milton Friedman puis Robert Lucas. La fin des années 1960 a vu l'apparition de l'école des « nouveaux classiques », dont le message principal est que si l'Etat évite de mener des actions intempestives, alors « les marchés » allouent de façon optimale (« efficace ») les ressources. Ce qui s'est traduit formellement par le « modèle d'équilibre » dit des « anticipations rationnelles », où les choix des agents engendrent les résultats auxquels ils s'attendent – dans une logique autoréalisatrice –, à condition que les autorités ne modifient pas, par surprise, les informations disponibles. Il est frappant de constater la similitude des notions et symboles mathématiques utilisés par Fama et les « nouveaux classiques » (« espérances conditionnelles » et « ensembles d'information », pour

¹² Dans un article intitulé « [Rethinking Macro Theory](#) » publié en 2016, Marc Lavoie place ainsi l'« efficacité des marchés » parmi les « composantes obligatoires de toute théorie formelle » en macroéconomie.

l'essentiel), même s'ils ont pour objet des mondes complètement différents – celui de la production et de son affectation, dans un cas, celui des titres, dans l'autre¹³.

Parler de « marchés efficients », c'était agiter un drapeau rouge devant les économistes dits « keynésiens », en position dominante alors, favorables à une intervention plus ou moins importante de l'Etat – notamment pour suppléer aux « défaillances du marché ». L'expression étant apparue d'abord dans une revue de finance, un domaine dont ils n'étaient pas coutumiers, ils ont tardé à réagir. Samuelson, peut-être flatté par l'importance donnée par Fama à son article de 1964, ne semble pas avoir relevé l'abus fait en son nom. La nouvelle « théorie » s'étant ensuite définitivement installée dans le paysage académique, « keynésiens » et hétérodoxes de tout poil se sont laissés prendre dans le piège qui leur était tendu, en acceptant de se placer sur le plan « empirique », confortant ainsi l'idée selon laquelle « les marchés » pourraient être « efficients » – tout en l'étant pas, selon eux, « en pratique », pour de multiples raisons. *Last but not least*, ils entrevirent la possibilité de publications de toutes sortes, qui vont des tests empiriques avec des « modèles d'équilibre » choisis pour conforter leurs idées *a priori* aux réflexions d'ordre théorique et « épistémologiques ». Ce qu'ils n'ont pas manqué de faire – leurs adversaires ultralibéraux leur ayant fourni, avec leurs innombrables « travaux », de quoi s'occuper. D'où un interminable dialogue de sourds, chacun opérant sur la base de sa version de la « théorie ».

La « théorie des marchés efficients » est, en elle-même, une source d'inefficience pour la société, en contribuant à rendre encore plus confus certains de ses membres, les économistes et ceux qui les écoutent – avec ce que cela comporte comme gaspillage de ressources, humaines et matérielles.

Bibliographie (seules références sans lien dans le texte)

Aglietta M. (2014) *Macroéconomie financière* Repères La Découverte

Lardic S. et V. Mignon (2006) *L'efficience informationnelle des marchés* Repères La Découverte

Orléan A. (2013) *L'empire de la valeur* Points Seuil

¹³ Ce qui explique qu'il est fréquent de les voir confondus. Aglietta parle ainsi d'anticipations rationnelles à propos de l'« efficience des marchés » à la Fama. Lardic et Mignon écrivent, toujours à ce propos : « les individus utilisent l'information de façon optimale, c'est-à-dire qu'ils font des anticipations rationnelles » (p 8). Ou encore, [au hasard du net](#), en 2019 ...