

# Préface

---

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

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

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

certains de mes anciens étudiants (parmi les meilleurs) d'en devenir de brillants utilisateurs, et parfois même des zélateurs<sup>1</sup>.

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Jean-Paul Pollin**

Professeur à l'Université d'Orléans