

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE
UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES

Mémoire

En vue de l'obtention du diplôme de Magister en sciences
économiques

Option : Économie et Finance Internationales

Thème

**Essai d'analyse sur la contribution de la finance comportementale à la
compréhension des dysfonctionnements des marchés financiers ;
Analyse de la crise financière de 2007**

Dirigé par :

Mr. OUALIKENE Selim

Présenté par :

M^{elle} BENTAYEB Feryel

Devant le jury composé de :

Président : Mr *Nasser* BOUYAHIAOUI, Maître de Conférences classe (A), UMMTO.

Rapporteur : Mr *Selim* OUALIKENE, Maître de Conférences classe (A), UMMTO.

Examineurs : Mr *Nacer* AZOUANI, Maître de Conférences classe (A), ESC, Alger.

Mr *Mohammed* ABIDI, Maître de Conférences classe (B), UMMTO.

Date de soutenance : 21 Février 2013.

Remerciements

Je tiens à adresser mes profonds et chaleureux remerciements à Mr OUALIKÈNE Selim pour m'avoir toujours accordé son aide sans la moindre hésitation, pour son immense bienveillance, pour la confiance sans limites qu'il a eu en moi et pour le soutien inconditionnel qu'il m'a manifesté.

Il me tient particulièrement à cœur d'exprimer mon immense et sincère gratitude à Mr BOUYAHIAOUI Nasser, instigateur de l'idée de cette thématique et qui par sa grande connaissance des marchés financiers m'a énormément appris à travers sa riche expérience sur la Bourse de New York. Sa conviction de la nécessité d'une psychologie des marchés m'a énormément inspiré et motivé dans la poursuite de ce travail malgré toutes les difficultés et les confusions qui m'ont paru à certains moments insurmontables. Son soutien et ses encouragements ont été indéfectibles. Travailler à ses cotés a été un grand honneur et une expérience extrêmement enrichissante.

Il m'a transmis sa conviction que la psychologie humaine faisait partie intégrante de notre quotidien et que sa méconnaissance est une chose ô combien regrettable.

Je remercie également Mr Alain CHEVALIER, Professeur de Finance à l'ESCP Europe et doyen du corps professoral, pour l'intérêt qu'il a manifesté pour cette thématique traitant de la finance comportementale, pour toutes ses précieuses idées, recommandations et indications qui m'ont énormément apporté.

Je souhaite également remercier toute personne qui, de près ou de loin, a contribué à l'aboutissement de ce travail ainsi que tous les enseignants (es) qui ont contribué à ma formation.

Enfin, que les membres de jury acceptent l'expression de ma sincère gratitude pour m'avoir honoré en acceptant de lire et d'évaluer ce présent travail de recherche.

Liste des acronymes et abréviations

- **ABCP** **Asset Backed Commercial Paper.**
- **ABS** **Asset-Backed Securities.**
- **AMF** **Autorité des Marchés Financiers.**
- **CDO** **Collateralized Debt Obligations.**
- **CDS** **Credit Default Swaps.**
- **CRA** **Community Reinvestment Act.**
- **EMH** **Efficient Market Hypothesis.**
- **FED** **Diminutif familial de la Federal Reserve Bank.**
- **FSA** **Financial Services Authority.**
- **GDP** **Gross Domestic Product.**
- **IFRS** **International Financial Reporting Standards.**
- **LBO** **Leverage Buy-Out.**
- **NINJA** **No Income, No Job or Asset.**
- **ODT** **Originate to Distribute.**
- **OPCVM** **Organisme de Placement Collectif en Valeurs
Mobilières.**
- **RMBS** **Residential Mortgage Backed Securities.**
- **S&P** **Standard & Poor's.**
- **SEC** **Security Exchange Commission.**
- **SIV** **Special Investment Vehicle.**
- **SVP** **Special Vehicle Purpose.**
- **US GAAP** **US Generally Accepted Accounting Principles.**
- **USA** **United States of America.**

Sommaire

Liste des abréviations et acronymes	IV
Introduction Générale	1
Partie 1 : La finance classique, apogée et décadence	9
Introduction à la partie 1.....	10
Chapitre 1 : Fondements de la finance classique	11
Introduction.....	11
Section 1 : Puissance et durabilité dans le temps de la doctrine libérale	12
Section 2 : La valeur fondamentale, un pilier dans l'évaluation des prix des actifs	28
Conclusion.....	45
Chapitre 2 : Limites de la finance de marché	46
Introduction.....	46
Section 1 : Evolution et changements significatifs de la finance internationale	47
Section 2 : Limites et failles de la finance de marché	60
Conclusion.....	73
Conclusion à la partie 1.....	74
Partie 2 : La finance comportementale ; nouvel outil de décryptage des marchés ..	75
Introduction à la partie 2.....	76
Chapitre 1 : Finance comportementale et psychologie de l'investisseur	77
Introduction.....	77
Section 1 : Principes et genèse de la finance comportementale	78
Section 2 : Biais décisionnels et raccourcis mentaux	93
Conclusion.....	109
Chapitre 2 : Apport de l'analyse psychologique des marchés financiers	110

Introduction.....	110
Section 1 : Eclairages apportés par cette nouvelle discipline.....	111
Section 2 : Analyse de l'introduction de Facebook en bourse	121
Conclusion.....	132
Conclusion à la partie 2	133
Partie 3 : Analyse de la crise financière de 2007	134
Introduction à la partie 3.....	135
Chapitre 1 : La crise au regard de la finance de marché.....	136
Introduction.....	136
Section 1 : La crise financière internationale de 2007 ; le plus grand dysfonctionnement financier du début du XXI ^{ème} siècle.....	137
Section 2 : Etapes décisives ayant mené à la création et à l'éclatement de la bulle immobilière.....	151
Conclusion.....	165
Chapitre 2 : Eclairages apportés par la finance comportementale.....	166
Introduction.....	166
Section 1 : Principaux écarts de conduite à la source du dysfonctionnement du marché.....	167
Section 2 : Sentiments dominants le marché avant et durant la crise.....	189
Conclusion.....	206
Conclusion à la partie 3.....	207
Conclusion générale	208
Bibliographie	211
Annexes	221
Table des matières	240

Introduction Générale

« J'ai trouvé une faille dans l'idéologie capitaliste. Je ne sais pas à quel point elle est significative ou durable, mais cela m'a plongé dans un grand désarroi...La raison pour laquelle j'ai été choqué, c'est que l'idéologie du libre marché a fonctionné pendant 40 ans, et même exceptionnellement bien...Mais l'ensemble de l'édifice intellectuel s'est effondré l'été dernier. »

Déclaration faite par Alan Greenspan, ex-président de la Réserve Fédérale (De 1987 à 2006), devant le Congrès au cours d'une audition tenue le 23.10.2008 au sujet de la crise des subprimes.

Les marchés financiers ont marqué une évolution et des modifications fulgurantes durant ces dernières quatre décennies. Une évolution telle que l'étude de leur fonctionnement en est devenue une tâche dont la complexité est aussi dangereusement élevée que les enjeux en question, que ce soit en termes d'équilibre autant que sur la question du devenir de l'économie mondiale. Il en a résulté qu'au degré de développement et de sophistication actuels des marchés financiers, se fier uniquement aux cours annoncés sur les bourses, pour prendre des décisions d'investissement, n'est désormais plus aussi évident ni même aussi prudent qu'il n'y paraissait il y a encore quelques années.

Face à ce constat, les théoriciens n'ont eu de cesse d'analyser sans relâche des quantités incommensurables de données empiriques relevées sur ces marchés afin d'adapter leurs réflexions et théoriser l'évolution des cours boursiers. Travail qui s'est révélé être extrêmement ardu durant ces dernières décennies, du fait que les marchés sont particulièrement incompréhensibles aussi bien pour les non-avertis que pour les spécialistes de la finance. Pour cause, l'évolution minute par minute des marchés financiers ne peut désormais être qualifiée que d'erratique. La volatilité et l'instabilité sont, ces dernières années, les mots d'ordre sur les places boursières.

Un second obstacle provient du fait que, les chercheurs académiques se sont restreints à n'envisager l'étude des marchés financiers et à considérer ces derniers que

comme un ensemble de variables mathématiques, conformément aux préceptes enseignés par les "gourous" de la finance de marché. Vision limitée qui selon nous devrait tenir compte du fait que les marchés financiers fonctionnent d'abord par la main de "l'Homme", un individu vivant et évoluant en société avec tout ce que cela lui confère comme spécificités, forces aussi bien que faiblesses.

La finance classique, ne s'intéressant qu'aux mécanismes d'équilibre des marchés en s'appuyant sur l'hypothèse de rationalité des investisseurs et en postulant que les marchés sont efficaces, prétend encore que les cours de bourse découlent des "fondamentaux économiques" et des anticipations rationnelles des agents sur la situation et les perspectives de l'économie et des entreprises. Face à ces affirmations, les investisseurs n'ont jamais été aussi imprévisibles et irrationnels que durant ce contexte de myopie des horizons décisionnels que traversent aujourd'hui les marchés financiers. Plus encore, les prix qui se forment sur ceux-ci ne concordent désormais que très rarement aux prédictions des modèles standards.

A cette situation, les différentes méthodes quantitatives avec leurs différents graphiques et calculs mathématiques ne semblent plus pouvoir prétendre à une prévision efficace sans admettre l'hétérogénéité des comportements individuels, l'irrationalité de certains d'entre eux et la nécessité d'analyser leurs attitudes. La crise de 2007 en a été une parfaite illustration et a d'ailleurs ravivé un grand débat sur les dysfonctionnements des marchés tout aussi bien que sur la question même de la rationalité des opérateurs financiers à tous niveaux.

C'est ici qu'intervient la finance comportementale. Cette nouvelle conception des marchés issue des diverses applications des sciences cognitives, tente d'étudier l'influence des facteurs cognitifs et émotionnels dans les prises de décisions, qu'il s'agisse de décision d'investissement, d'achat ou de prise de risques. En fait, la finance comportementale tente de montrer que certains comportements peuvent créer des anomalies de prix susceptibles d'accentuer les mouvements boursiers. Des anomalies boursières qui représentent des « dysfonctionnements » de marché au vue de la théorie néo-classique des marchés financiers. Cette dernière ne concevant les marchés qu'à travers l'efficacité de ceux-ci, leurs capacités autorégulatrices et la concordance permanente des prix des actifs échangés à leur valeur fondamentale.

Nous allons donc tenter de comprendre si ces dits « dysfonctionnements » des marchés ne sont pas à l'origine, la conséquence d'erreurs cognitives, c'est-à-dire, des erreurs de compréhensions, de mémoire ou de raisonnement, d'erreurs émotionnelles ou d'erreurs dues à des phénomènes relevant de la psychologie collective (ou de foule) des opérateurs sur les marchés financiers.

- **Problématique**

Du fait que les marchés sont complexes et en évolution continue, ce qui est valable aujourd'hui ne l'est peut être plus demain. C'est pour cela que tout investisseur et opérateur sur les marchés financiers se doit d'être conscient de la nécessité d'adapter ses méthodes à l'environnement dans lequel il opère. Une analyse psychologique des marchés financiers aurait pour bénéfice d'apporter une autre façon de décrypter les comportements boursiers afin de mieux y faire face.

Ceci dit, avant d'encourager l'introduction de cette nouvelle vision dans la pratique courante des analystes financiers et dans les prévisions des différents intervenants sur les marchés, nous sommes tenus de poser la problématique suivante :

Dans quelle mesure la finance comportementale peut-elle représenter un apport au décryptage et à la compréhension des dysfonctionnements des marchés financiers globalisés ?

De cette problématique principale découlent d'autres questionnements :

Peut-on encore opérer sur les marchés financiers avec une foi absolue en l'efficacité de ceux-ci ?

L'analyse fondamentale permet-elle, à elle seule, une compréhension plénière des agissements des opérateurs financiers ?

Les agents économiques et financiers devraient-ils reconcevoir leur investissement dans un monde où la psychologie affecte les décisions financières ?

- **Hypothèses de recherche**

Les hypothèses que nous pouvons présenter afin de répondre à notre problématique sont :

- 1- La finance comportementale n'est d'aucun apport, car les défaillances et les crises ne peuvent être portées qu'à un contexte mondial défavorable et ne réfutent en rien les fondements dictés par la finance classique ;
- 2- La finance comportementale doit entièrement remplacer les anciens préceptes de la finance néo-classique par sa vision radicalement nouvelle dans le domaine de la finance internationale ;
- 3- La finance comportementale peut être une avancée dans le domaine et, face à l'environnement actuel, apporter des réponses non négligeables pouvant être tout_à_fait complémentaires à la finance classique et apporter des éclairages là où cette dernière en est incapable.

- **Choix et intérêt du thème**

Une meilleure compréhension et connaissance du fonctionnement des marchés financiers internationaux, ainsi que les mécanismes de l'instabilité et de la volatilité financière internationale, à l'aide de la vision nouvelle apportée par la finance comportementale sont les principales motivations de notre mémoire. Tout l'intérêt sera de replacer la psychologie des acteurs au centre de la finance dans le but d'aboutir à une compréhension et une connaissance plus profonde des divers comportements régissant les marchés allant au-delà de la simple lecture technique afin de déceler et décrypter les « sentiments » de ceux -ci.

En effet, nous tenons à souligner le grand intérêt qu'à représenté cette thématique pour nous, l'originalité qu'elle revêt ainsi que son apport à une réflexion renouvelée sur les marchés. Nous avons tenté, tout au long de ce travail d'apporter, en quelques sortes, une pierre à l'édifice en tentant de construire une réflexion profonde sur le fondement de cette nouvelle discipline qu'est la finance comportementale afin de dévoiler l'importance de la dimension psychologique dans l'analyse de toute mécanique

dans laquelle "l'Homme" est au centre. C'est d'ailleurs en ce sens que certains précurseurs de la réflexion comportementaliste appliquée aux marchés financiers « affirment que nous assistons à la naissance de la première révolution scientifique qu'aurait à connaître la théorie financière moderne »¹.

- **L'objet de recherche**

Les travaux empiriques ayant eu pour but de traquer le moindre écart entre l'EMH et les données constatées sur le marché, une palette de multiples anomalies ont été relevées et mises à jour. Le but étant la mise en évidence du fait que la seule constatation de l'existence de ces comportements anormaux et irrationnels est une remise en cause du paradigme d'efficience en elle même et que ces « dysfonctionnement » constatés trouvent leur explication à travers une étude plus approfondie du comportement des investisseurs.

En effet, nous allons tenter de démontrer que ce que nous appelons « dysfonctionnel » est en fait l'évolution inéluctable vers laquelle tend à se transformer la nouvelle finance de marché, c.à.d. à comportements « inefficients », car il nous semble décisif de démontrer que, contrairement à ce que revendiquent les défenseurs de la rationalité des agents, la finance n'est pas une science exacte et ne peut être abordée de la même façon que les mathématiques ou la physique.

L'apport étant l'enrichissement apporté par les disciplines tournant autour des études de la finance comportementale qui sont de l'ordre des sciences cognitives, de la psychologie, de l'économie expérimentale, la sociologie de la décision et la psychologie sociale. La finance comportementale consiste donc en une approche hétérodoxe de la théorie financière nécessitant d'avantage de développements et de mises en pratiques afin d'assurer son avancée.

¹ SUSSKIND Amos, « La finance comportementale », Editions Larquier, Paris, 2005, p. 04.

- **Espace temporel et géographique**

Ce mémoire se donne pour ambition de faire connaître une discipline pas si récente qu'il n'y paraîtrait à première vue mais pourtant très méconnue, de faire valoir ses atouts et ses apports à l'analyse financière et à la compréhension des marchés financiers et des acteurs y interférant. A cet effet, nous avons tenté de faire une analyse rétrospective de la récente crise financière ayant éclaté il y a maintenant 5 ans mais dont les conséquences sont encore en 2012 d'actualité et pour laquelle de nombreuses interrogations restent sans réponses.

Cela dit, aucun cas algérien n'a pu être abordé tout au long de ce présent travail, en raison de la déconnexion de la bourse d'Alger des places boursières mondiales et son retard flagrant en termes de consistance tout autant que dans son mode de fonctionnement. En fait, lorsque dans certains pays comme l'Algérie, les marchés financiers (primaires et secondaires) sont peu développés, le mode de financement privilégié est l'endettement. Dans le cas opposé, c'est-à-dire lorsque les marchés financiers sont développés, le choix s'étend aux capitaux propres. Hicks² en 1962, appellera le premier cas une économie d'endettement et le second cas une économie de marchés financiers.

Il nous semble crucial de faire la distinction entre ces deux modes de fonctionnement car le premier ne paraît en aucun cas opportun afin d'entreprendre une quelconque réflexion sur l'effet de la psychologie des investisseurs sur les marchés financiers globalisés. Notre travail fera donc un focus sur les marchés financiers libéralisés, ayant traversé les révolutions technologiques des N.T.I.C ainsi que les réformes de déréglementation, de désintermédiation et de décloisonnement.

² HICKS John, «Valeur et capital », Editions Dunod, Paris, 1962, 320 pages.

- **Démarche méthodologique et bibliographique**

En termes de méthodologie, nous avons opté pour une démarche descriptive et analytique. Jugeant que la première nous aidera dans la description du champ théorique érigé tout au long de ces dernières décennies dans la sphère financière, croisée aux constations tirées d'exemples de réalités observables aussi bien quotidiennement qu'exceptionnellement sur les marchés. La méthode analytique nous sera, quant à elle, d'une grande importance tant il sera décisif de soumettre les hypothèses existantes à de lourdes critiques afin de pousser vers une amélioration profonde dans la réflexion financière.

Concernant nos sources bibliographiques privilégiées, nous avons choisis de nous baser sur la lecture croisée de publications de référence de la littérature financière, sur des études expérimentales en laboratoire, sur des analyses empiriques entreprises par des pionniers dans le domaine de la finance comportementale ainsi que sur les chiffres officiels d'organismes spécialisés dans la collecte, l'analyse et la diffusion continue de l'information financière, qualifiés aussi de « providers » d'informations tels que Reuters, Bloomberg, Datasift et autres et enfin sur l'actualité reliée notamment par des médias de tous supports.

- **Structure du mémoire**

Ce mémoire sera subdivisé en trois parties complémentaires. Aussi, il sera structuré de la manière suivante : nous allons, en première partie, tenter de présenter un cadre théorique faisant confronter la finance classique avec ses principaux fondements à ses propres limites et défaillances afin de comprendre la dichotomie entre les principes théoriques à modélisation excessive et les réalités constatées sur le marché.

En seconde partie, nous introduirons le concept de finance comportementale en approfondissant l'analyse de cette nouvelle discipline, avec un passage en revue de la littérature existante en la matière et en dressant une typologie des biais psychologiques déjà recensés afin de comprendre cette nouvelle vision offerte à la finance. Nous y traiterons également le cas de l'introduction d'une société en bourse. Il s'agira du cas du premier réseau social, Facebook dont l'analyse des cours et leur corrélation avec

l'évolution de sentiments de foules a porté grandement préjudice à la solidité des modèles classiques du fonctionnement des marchés financiers.

Dans la troisième et dernière partie de ce mémoire, nous ferons une analyse rétrospective de la crise financière de 2007 afin de confronter une vision traditionaliste des marchés financiers aux interprétations faites par la finance comportementale de cette crise sans précédent afin d'en déduire les éclairages et les explications des événements qui ont amené à ce "*credit crunch*" pour enfin apporter dans la conclusion de ce présent travail des réponses sur la portée explicative et l'exploitabilité de la « finance comportementale » comme modèle complémentaire ou alors alternatif à la finance de marché dans la compréhension et peut être même, dans le futur, la prévision des crises et anomalies boursières futures.

PARTIE 1

LA FINANCE CLASSIQUE, APOGEE ET DECADENCE

Introduction à la partie 1

« Les modèles mathématiques peuvent être brillants, mais plus ils le sont, plus ils peuvent avoir tendance à vouloir modéliser le monde tel que l'on souhaitait qu'il soit ».

Patrick JAULENT, directeur associé CSC & Mory DORE, responsable risques financiers, Caisse Epargne LDA, Groupe BPCE

Il est aujourd'hui admis que le corpus théorique qui conditionne, depuis quatre décennies, les recherches ainsi que les réflexions sur l'analyse économique est celui du courant néo-classique. De celui-ci est directement issue la théorie financière dite "classique" ou "quantitative".

Déjà dominant la sphère financière aux années soixante aux Etats-Unis, ce puissant corpus théorique communément nommé le modèle classique de la finance prend ses racines des décennies en arrière et son succès suivi d'une rapide hégémonie nous paraissent être des raisons suffisantes pour commencer notre réflexion à partir d'un bond en arrière dans un but de compréhension des étapes qui ont marqué la réflexion financière.

L'objet de cette présente partie sera donc, d'analyser les fondements de la réflexion financière classique, ce qui nous permettra de déterminer si ceux-ci sont encore parfaitement **"viables" et si les investisseurs peuvent systématiquement et exclusivement s'y référer sans le moindre doute quant à leur fiabilité et leur portée explicative sur le fonctionnement des marchés financiers.**

Dans cette optique, nous allons dans un premier chapitre nous familiariser avec les piliers de la finance de marché pour, dans un second chapitre, tenter de dévoiler ses limites et insuffisances face aux conditions actuelles du marché, en dressant un bilan critique à l'encontre de certains concepts bien enracinés dans les enseignements actuels de la théorie financière moderne.

Chapitre 1 : Fondements de la finance classique

Introduction

La finance classique s'est construite sur la base de trois préceptes fondamentaux : la rationalité parfaite de l'individu couplée à sa recherche permanente de maximisation de l'espérance d'utilité, l'absence d'opportunité d'arbitrage et plus important encore l'hypothèse d'efficience des marchés. Cette dernière s'est imposée comme la pierre angulaire de toute la théorie financière moderne.

En cause, la théorie de l'efficience des marchés financiers, faisant prévaloir l'argument mathématique pour asseoir sa véracité, a gagné de la part de la quasi-totalité des auteurs la stature de paradigme scientifique. A tel point que durant les années quatre-vingt, tenter de la remettre en cause aurait tenu de l'hérésie. En effet, le concept d'efficience représentait jusqu'alors le fondement des modèles d'aide à la décision ainsi que de la négociation sur n'importe quel marché financier. Subséquemment, la pensée économique à dominante néolibérale qui a entièrement façonné l'analyse et la conception des marchés financiers par sa rigueur mathématique à priori infaillible, a décernée à l'hypothèse toute sa crédibilité et sa force.

Nous allons donc porter une attention toute particulière à ce fondement de la finance de marché car sur celui-ci reposerons de nombreuses hypothèses et extensions de la réflexion financière classique. Nous pensons, plus particulièrement, à la rationalité des agents et à l'analyse fondamentale.

Section 1 : Puissance et durabilité dans le temps de la doctrine libérale

L'école classique a, depuis ses premières prémices, tout mis en œuvre dans le but de démontrer la supériorité mathématique du libéralisme. L'illustre économiste écossais du XVIII^e siècle, Adam Smith, fut l'un des tous premiers économistes à militer en faveur de la doctrine libérale et à revendiquer que la liberté de l'individu était la clé pour atteindre une situation bénéfique à l'ensemble de la société. En ce sens, 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 »³.

Par la suite, l'Autrichien Carl Menger, le Britannique William Stanley Jevons ainsi que le Français Léon Walras furent les plus célèbres économistes ayant repris le flambeau afin de promulguer la supériorité de l'économie de marché après Adam Smith et ses disciples. Leurs travaux ayant influencé de façon décisive la théorie néo-classique à travers des démonstrations mathématiques des réflexions entreprises par Smith.

Ceci dit, la théorie néo-classique établira deux principes essentiels sur lesquels, selon eux, reposera le bon fonctionnement de l'économie :

i. La rationalité parfaite des individus

Ce principe stipule que l'individu est omniscient, supercalculateur et se base à tout instant sur toute l'information disponible dans le but de prendre une décision optimale. Dans ce cas de figure, nul besoin de faire intervenir l'Etat⁴ car le marché est autorégulateur (grâce à la flexibilité des prix et l'ajustement constant de l'offre et de la demande) et réalisera les allocations les plus efficaces pour l'ensemble de la société.

³ KABBAJ Thami, « L'art du trading », Editions d'Organisation, 2^eme Ed., Paris, 2010, p.34.

⁴ Son intervention est jugée non seulement comme inutile mais comme néfaste car étant à l'origine de graves déséquilibres économiques causant entre autres chômage et inflation persistante.

ii. La concurrence pure et parfaite des marchés

Celle-ci permet, selon les tenants de la théorie néo-classique, d'assurer une utilisation optimale des ressources de l'économie ainsi qu'une maximisation du bien-être de l'ensemble de la société. Cela dit, cette situation ne peut se concrétiser qu'à plusieurs conditions : la présence de nombreux participants (atomicité du marché), la transparence du marché, l'homogénéité du produit et la libre entrée sur le marché.

Ainsi les défenseurs des bienfaits de cette situation de concurrence pure et parfaite, préconisent fortement la non intervention de l'Etat, et tout au contraire que celui-ci favorise une déréglementation complète de tous les marchés afin d'atteindre cette situation jugée optimale. Cette déréglementation préconisée a été, par la suite, étendue aux marchés financiers par les libéraux dans un prétexte d'accroissement de l'efficacité économique et du bien être global.

De cette façon, les marchés sont selon eux autorégulateurs. Ils doivent absolument être affranchis de toute intervention de l'Etat pour laisser libre cour aux mécanismes du marché. Mécanismes qui *in fine* aboutissent toujours à « l'efficience » de ceux-ci. La théorie de l'efficience a donc repris les deux hypothèses fondatrices de la théorie néo-classique (rationalité et concurrence pure et parfaite) et les a transposées sur la logique de fonctionnement des marchés financiers.

1. L'efficience des marchés ou « Efficient Market Hypothesis »

L'hypothèse d'efficience des marchés représente « le socle intellectuel sur lequel repose l'orthodoxie financière actuelle »⁵. Aussi, l'origine lointaine de celle-ci remonte aux recherches du mathématicien français Louis Bachelier⁶ dans sa thèse, *Théorie de la spéculation*, publiée en 1900. Ceci dit, l'hypothèse n'a clairement connu son essor que

⁵ MANDELBROT Benoît, « Une approche fractale des marchés », Editions Odile Jacob, Paris, 2005, p.79.

⁶ En effet, Louis Bachelier a montré il ya plus d'une centaine d'années, dans *Théorie de la spéculation* que sur les marchés boursiers, ni les acheteurs ni les vendeurs ne sont en mesure de réaliser des profits systématiques et que les prix sur un quelconque marché suivent inexorablement une marche aléatoire.

dans les années soixante aux Etats Unis d'Amérique grâce aux travaux de la désormais célèbre « Ecole de Chicago ».

Plus concrètement, c'est après une multitude de travaux en la question que la théorie s'est vue enfin confirmée par Samuelson en 1965, dans un article devenu célèbre⁷, dans lequel il a été question de démontrer que les prix fluctuaient de façon aléatoire s'ils étaient correctement anticipés. De sorte que si le marché intégrait toutes les informations disponibles et pertinentes, seules de nouvelles informations (non connues du marché et non anticipées par construction) sont en mesure de faire varier les cours de façon aléatoire. C'est donc de cette façon que la théorie des marchés efficients est née.

Par la suite, et grâce à un nombre réduit d'hypothèses, une compréhension plus profonde des marchés, de l'évolution des prix des actifs financiers et de l'évaluation de ceux-ci est devenue possible grâce aux apports de la finance néo-classique. C'est à partir de là que des modèles de plus en plus élaborés se sont imposés à tout le domaine car il était admis par tous (praticiens aussi bien que chercheurs académiques) que « la force du paradigme de l'efficience des marchés financiers vient non seulement des preuves empiriques fournies par de très nombreux travaux réalisés sur pratiquement toutes les places financières existantes, mais également de la vision de la finance qu'elle permet de dessiner. Avec l'EMH⁸ le monde devient plus simple⁹».

1.1. Concepts et définitions de l'efficience

Dans un langage courant, l'efficience peut en tout premier lieu être simplement assimilée à « la capacité d'obtenir de bonnes performances dans un type de tâche donnée. Un marché financier est donc efficient s'il remplit son rôle, c'est-à-dire permet le financement des entreprises¹⁰ et assure une réallocation des ressources¹¹ »¹².

⁷ SAMUELSON Paul, «Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly », *Industrial Management Review*, Vol. 6, 1965, pp. 41- 49.

⁸ EMH : Efficient Market Hypothesis, en français Hypothèse d'Efficience du Marché.

⁹ ALBOUY Michel, « Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? », *Revue Française de Gestion*, 2005/4, n° 157, p. 173.

¹⁰ Par l'émission de titres sur le marché primaire.

¹¹ Par les achats et ventes de titres sur le marché secondaire ou par des rapprochements d'entreprises.

Il est donc clairement à déduire qu'un marché financier dit efficient remplit les objectifs suivants¹³ :

- Une allocation optimale des ressources ;
- Un service d'échange des titres équitable pour tous les agents économiques, rapide et rendu au coût le plus faible possible ;
- Une juste évaluation de la valeur des titres.

Nous pouvons de ce fait déduire que, dans la littérature financière, l'efficacité des marchés recouvre trois formes distinctes, explicitées plus bas : l'efficacité allocationnelle, l'efficacité opérationnelle et enfin l'efficacité informationnelle.

1.1.1. L'efficacité allocationnelle

« L'efficacité allocationnelle d'un marché signifie qu'il est capable d'orienter les fonds vers les emplois les plus productifs. Pour le marché boursier, il s'agit avant tout de l'allocation des titres de propriété des entreprises, qui elle-même conditionne l'allocation des ressources productives de l'économie »¹⁴.

1.1.2. L'efficacité opérationnelle

Celle-ci « concerne les fonctions proprement économiques de l'industrie financière. Selon cette acception, un marché est efficient si sa structure et son organisation, et de manière plus générale le processus d'échange conduisant à la formation des prix, permettent de mettre en relation de manière satisfaisante épargnants et investisseurs, au coût le plus faible. Autrement dit, l'utilité du marché réside dans sa capacité à mettre en commun des risques, et assurer leur transfert vers

¹² WETZER Clotilde sous la direction du Professeur Hubert de VAUPLANE, «La finance comportementale : d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers », Université PARIS II PANTHEON ASSAS, Master II DJCE Juriste d'Affaires, 2008-2009. p. 10.

¹³ JAWADI Fredj, « Inefficacité et dynamique des marchés financiers », Editions L'Harmattan, Paris, 2009, p. 19.

¹⁴ Ibid. p. 20.

ceux qui sont les plus aptes, ou les plus disposés à les supporter. Le marché financier mobilise ainsi l'épargne vers les emplois les plus productifs, tout en restant liquide »¹⁵.

1.1.3. L'efficience informationnelle

« Un marché est efficient au sens informationnel, si toute l'information pertinente à l'évaluation des actifs financiers, qui y sont négociés, se trouve instantanément reflétée dans les cours »¹⁶. Concrètement, un marché informationnellement efficient est un marché sur lequel le prix donné à un actif quelconque est à tout moment une estimation non biaisée de sa valeur intrinsèque.

Ces trois formes que nous venons de définir plus haut, bien que distinctes, ne sont nullement indépendantes les unes des autres. En effet, il est invraisemblable qu'une bonne allocation des fonds puisse être effectuée sans que l'information soit parfaitement prise en compte et que les transactions aient été réalisées à moindres frais. Ceci-dit, nous nous intéresserons tout particulièrement à la dernière forme d'efficience, dite d'efficience informationnelle, du fait que nous jugeons que celle-ci soit une condition majeure à la concrétisation d'une quelconque allocation optimale et/ou parfaitement opérationnelle de fonds.

Il est d'ailleurs bon de signaler que nous avons relevé tout au long de nos recherches, dans de nombreux articles et ouvrages académiques, que la notion d'efficience informationnelle est communément écourtée et assimilée à celle d'efficience des marchés. Aussi, dans tout ce qui suivra, nous nous cantonnerons à développer cette notion simplement sous l'appellation « d'hypothèse d'efficience des marchés ».

1.2. Genèse de l'hypothèse d'efficience des marchés

Nous nous proposons, dans ce qui suit, d'expliquer la longue épopée retraçant les tournants décisifs de la naissance et de la construction pierre par pierre de l'édifice intellectuel soutenant l'hypothèse de l'efficience des marchés.

¹⁵ JAWADI Fredj, Op.cit, p. 20.

¹⁶ Ibid.

1.2.1. Emergence du modèle classique de la finance

Louis Bachelier, mathématicien français, a soutenu le 29 mars 1900 sa thèse intitulée : *Théorie de la spéculation*¹⁷. Celle-ci fut une véritable révolution au sens où elle a représenté le point de départ du lien qui pouvait exister entre la théorie des probabilités et le fonctionnement des marchés financiers. C'est cette idée qui structurera par la suite toute la théorie financière moderne.

Toute l'originalité de son travail résidait dans cette démarche de mise en relation de l'ensemble du corpus théorique développé par des mathématiciens tels que Pascal, Fermat et Laplace à celui du fonctionnement de la Bourse (jusqu'alors domaine complètement méprisé par les mathématiques) et plus précisément les bons du trésor français. En fait, Louis Bachelier fait clairement référence dans l'introduction de sa thèse qu'il est illusoire d'espérer une formalisation mathématique précise de l'évolution des cours vu qu'une multitude d'événements peuvent l'influencer, « en revanche, il est possible "d'établir la loi de probabilité des variations de cours qu'admet à cet instant le marché". S'il est impossible de dénombrer et de mesurer l'ensemble des facteurs d'évolution des cours, un schéma probabiliste peut, lorsque l'on prend du recul, décrire l'évolution générale »¹⁸.

A cette époque, les sciences qualifiées de « dures » telles que les mathématiques, la chimie ou encore l'astronomie étaient déliées de formalisations précises, ce qui n'était absolument pas concevable à tout ce qui relevait des sciences « humaines ». Or Louis Bachelier dans son effort de détermination d'une loi de probabilité applicable à l'évolution des actifs financiers pourra assurer grâce à telle probabilité que tel cours de telle action évoluera à la baisse de 20% par exemple. Cela représentait une grande avancée !

L'autre grande avancée dans la thèse de Bachelier a été sa réflexion sur le hasard dans la finance. Celui-ci excluait de son exposé toute approche déterministe pure et dure - cette dernière va jusqu'à stipuler, conformément aux affirmations du physicien et mathématicien Pierre-Simon Laplace, que tout le cosmos pourrait faire l'objet de

¹⁷ BACHELIER Louis, « Théorie de la spéculation », Annales Scientifiques de l'É. N. S., 3^e série, tome 17 (1900), pp. 21-86. Disponible sur www.numdam.org.

¹⁸ HERLIN Philippe, « Finance : Le nouveau paradigme », Editions d'Organisation, Paris, 2010, p. 27.

prévisions précises quant à son avenir - et affirme donc que dans l'univers de la finance il est impossible de tout quantifier et de tout mesurer à la perfection à moins d'être doté d'une puissance de calcul infinie.

Cela-dit, même si l'on fait l'hypothèse que les agissements des investisseurs, qui impactent sur l'évolution des cours, est le fruit du hasard, il est tout de même possible de dégager, grâce à la loi des probabilités, des grandes tendances. Andreï Kolmogorov, le mathématicien russe, disait en ce sens que *la valeur épistémologique de la théorie des probabilités tient au fait que les phénomènes liés au hasard, considérés collectivement et sur une grande échelle, créent une régularité non aléatoire.*

En ce sens, il a été question dans la thèse de Louis Bachelier d'une conversion épistémologique fondamentale. Selon lui, il sera désormais question d'évaluer l'ampleur des mouvements du cours et la recherche de la loi de probabilité déterminant l'évolution de l'action et non plus savoir uniquement si telle action va descendre ou va monter, sur quelle période et de combien.

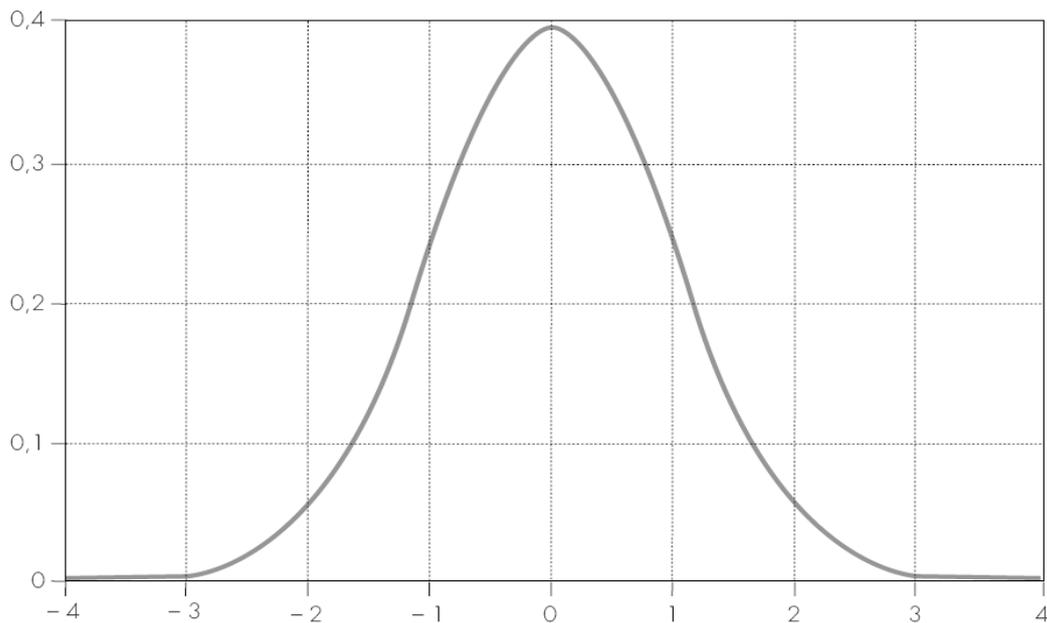
Malgré la qualité de visionnaire de Louis Bachelier et la grande originalité de son approche, son travail n'a guère rencontré de succès et tomba rapidement dans l'oubli. Ce sera par la suite Benoît Mandelbrot qui remettra à jour les idées de celui-ci. La loi des probabilités est devenue par la suite le fondement de la notion de valeur fondamentale.

Ceci-dit, il est à signaler que les travaux de Bachelier se cantonnaient, seulement après une évolution dans les cours, à essayer de relever des relations de cause à effet afin de déduire la raison de ce changement. Par contre il ne s'agissait jamais de prévisions et l'on ne pouvait jamais savoir à l'avance si tel événement allait systématiquement influencer sur l'évolution de l'action. Cette idée a été renforcée par les prolongateurs des idées de Louis Bachelier dans ce qui fut appelé par la suite la « marche aléatoire ». En fait, « cette idée est essentielle : le cours d'aujourd'hui ne dépend pas de celui d'hier, ni des précédents, il n'y a pas de dépendance temporelle. Lorsqu'on lance une pièce, la probabilité qu'elle tombe sur pile ou face est de 50-50, et si l'on tombe trois fois de suite sur le côté pile, cela ne va pas augmenter la probabilité,

au lancer suivant, de sortir un autre coté pile : on a à chaque fois une chance sur deux. Les lancements sont parfaitement indépendants les uns des autres »¹⁹.

Cette notion a été développée par Carl Friedrich Gauss et appelée la « loi normale » ou communément appelée la « courbe de Gauss » ou encore « courbe en cloche » qui est illustré dans la figure qui suit :

Figure n° 1 : La loi normale



Source : HERLIN Philippe, « Finance : Le nouveau paradigme », Editions d'Organisation, Paris, 2010, p. 30.

Cette loi est une référence dans de nombreuses disciplines utilisant les probabilités et sa formule (avec une moyenne $\mu = 0$ et un écart type $\sigma = 1$) est la suivante :

$$f(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{1}{2}\left(\frac{x-\mu}{\sigma}\right)^2}$$

Cependant, il est extrêmement important de signaler que cette courbe de Gauss ne s'applique qu'aux variables « i.i.d. », c'est-à-dire Indépendantes et Identiquement

¹⁹ HERLIN Philippe, Op.cit., p. 29.

Distribuées. C'est ce qu'on appelle le théorème central limite. Il n'y a donc que les phénomènes produits par l'addition de petites causes imprévisibles et faiblement dépendantes les unes des autres qui sont sujettes à une analyse de type gaussien.

La renommée et le succès de cette courbe s'est solidement construite à travers les multiples travaux ayant appuyé et confirmé sa véracité. Nous pensons tout particulièrement à la découverte du statisticien belge, Adolphe Quételet, qui en 1846 découvrit en consultant les chiffres publiés par l'armée britannique que le traitement des données relevées des tours de poitrine de 4000 soldats, étaient en parfaite accord avec la courbe de Gauss. Plus encore, il y découvrit dans sa lancée que le poids et la taille tout autant que le quotient intellectuel des individus répond à la même distribution.

C'est à partir de là que Quételet étendit cette logique à ce qui fut alors appelé le concept de « l'homme moyen ». Cette conception fut par la suite amplement admise et mise en pratique dans les sciences sociales et représenta une valeur centrale à travers laquelle étaient regroupées les mesures d'une caractéristique humaine suivant la loi normale. Tout l'exploit de Louis Bachelier fut donc par la suite celui de l'application de la loi normale au domaine si énigmatique de la finance. C'est là que nous assistons à la naissance de la finance moderne.

Le mathématicien édifia un apport décisif en permettant de décrire la variation des cours boursiers à l'aide de la théorie des probabilités. En effet, il réussit par ses calculs à affirmer dans sa thèse que les variations des cours des bons du Trésor Français sur un mois ou une année concordaient parfaitement avec la courbe de Gauss.

Etant complètement passé inaperçu à l'époque, le travail de Bachelier fut déterré en 1952 grâce au célèbre économiste Paul Samuelson qui fut le premier à lui redonner toute sa valeur²⁰. Ce fut par la suite au tour d'Eugène Fama de reprendre les travaux de Bachelier en 1964 pour établir les bases de cette célèbre théorie qu'est l'efficiencia des marchés.

²⁰ Paul Samuelson, qui n'était alors qu'un étudiant, avait déjà approuvé et largement cité le travail de Bachelier dans sa thèse.

1.2.2. Développement de la théorie moderne de l'efficience

Eugène FAMA fut en 1965, le premier à formuler une définition de l'efficience informationnelle par ces mots : « Un marché est efficient si et seulement si les prix des titres reflètent à chaque instant toute l'information disponible »²¹.

Cela sous-entend le fait que, dans ces marchés dits efficients²², toutes les conséquences des données passées ainsi que les anticipations sur des événements futurs sont répercutées sur la formation des prix. Ce qui implique l'impossibilité de prévoir l'évolution tout autant que les possibilités de variations futures du prix d'un actif, du simple fait que le prix actuel intègre déjà toutes les informations sur les événements aussi bien connus qu'anticipés.

Ainsi, FAMA affirme qu'un marché est efficient si une prévision profitable est impossible pour les acteurs de ce marché pour cause que seuls les événements qualifiés d'imprévisibles pourraient modifier le prix de l'actif, et ce de façon instantanée. Aucun investisseur n'est donc - en principe - dans la possibilité de réaliser des profits à long terme par l'exploitation de l'information.

C'est en ce sens qu'un enrichissement de cette précédente définition est apporté par Jensen en 1978 en ces termes : « Un marché est efficient conditionnellement à un ensemble d'informations s'il est impossible, en spéculant sur la base de ces informations, de tirer un profit supérieur aux coûts de transaction engendrés par cette action »²³. Ce qui met bien l'accent sur le fait qu'il est impossible pour les investisseurs de réaliser des arbitrages²⁴ sur ce type de marché.

Cela dit, juste après la définition que FAMA a formulé de l'efficience des marchés en 1965, des travaux entrepris par Roberts²⁵ en 1967 ont réussi à distinguer différents

²¹ FAMA Eugène, « The behaviour of stock market prices », *Journal of Business*, 1965, Vol. 38, pp.31-105.

²² Nous pouvons parler aussi de marchés à l'équilibre ou bien de marchés parfaits qui représentent des termes synonymes.

²³ JENSEN Michael, « Some anomalous evidence regarding market efficiency », *Journal of Financial Economics*, 1978, Vol. 6, pp.95-101.

²⁴ Des profits sans risques.

²⁵ ROBERTS H., « Statistical versus clinical prediction of the stock market », 1967, Unpublished manuscript.

degrés d'efficience en fonction de l'information considérée. Il en a résulté trois formes d'efficience, réparties de la façon suivante²⁶ :

1.2.2.1. L'efficience de forme faible

Toute l'information fondée sur des séries historiques de cours ou de rendements est pleinement reflétée dans le prix des titres. Selon cette acception, on ne peut pas « battre » le marché, c'est-à-dire obtenir un rendement ajusté du risque supérieur à celui du marché, en s'appuyant sur ces données. Dans ce cadre, l'analyse technique ou chartiste serait vaine car elle ne pourrait pas détecter une tendance dont il serait possible de tirer profit ;

1.2.2.2. L'efficience de forme semi-forte

Toute l'information publique disponible, telle celle fournie par la presse, les rapports annuels, les études des analystes financiers, est déjà contenue dans le cours des titres. Dans ce contexte, l'utilisation de l'analyse fondamentale – qui se base sur l'information publique- n'aboutit pas à dégager un rendement supérieur à celui du marché ;

1.2.2.3. L'efficience de forme forte

Enfin, cette dernière postule que toute l'information publique et privée est entièrement intégrée dans les cours, même les informations privilégiées dont disposent certains investisseurs ne permettent pas d'effectuer systématiquement des transactions anormalement rentables (avec un rendement plus élevé que celui du marché). L'efficience garantit ici l'égalité de tous les actionnaires face à l'information.

Ces trois formes d'efficience ont fait l'objet de nombreux tests empiriques afin de vérifier leur véracité. Ce qui a amené par la suite Fama à faire quelques modifications. Les principales étant d'abord que la forme faible intègre non plus seulement l'historique

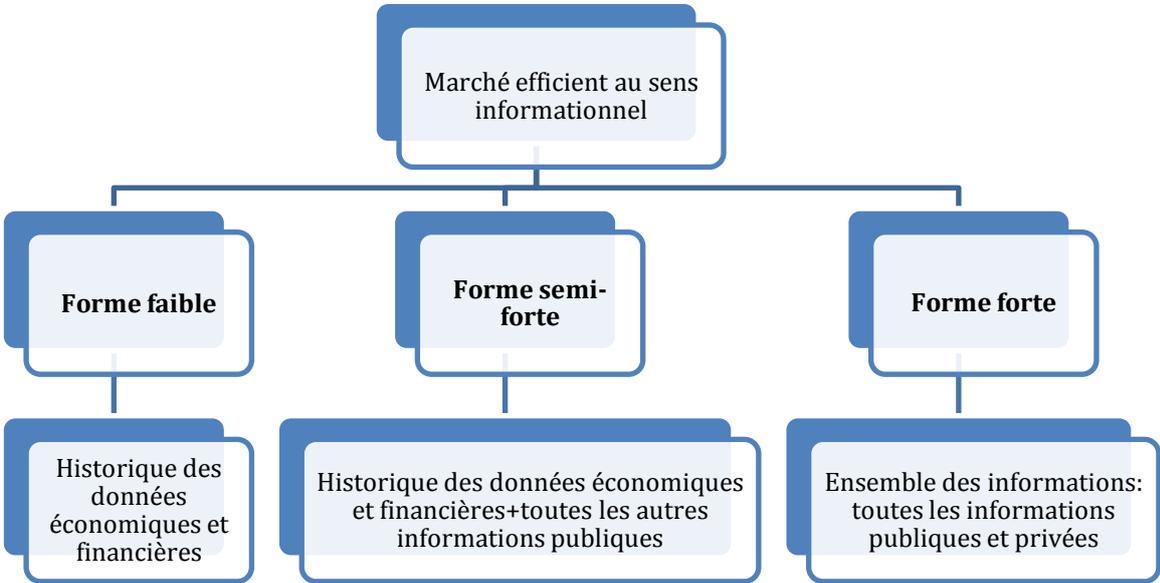
²⁶ JAWADI Fredj, Op.cit, p. 22.

des cours des titres mais également l'historique de toutes les variables économiques ou financières nécessaires à la prévision, et en second lieu que l'efficience forte prenait en considération toute l'information existante y compris celle non rendue publique et détenue par les « initiés ».

Cela dit, il est bon de signaler que « les défenseurs de cette théorie considèrent qu'empiriquement, la plupart des marchés financiers s'approchent de l'efficience semi-forte. Ce qui, accessoirement, autorise les délits d'initiés... »²⁷.

La figure suivante donne une vue d'ensemble sur les différentes formes d'efficience explicitées plus haut.

Figure n° 2 : Les formes d'efficience au sens informationnel



Source : Adapté de JAWADI Fredj, « Inefficience et dynamique des marchés financiers », Editions L'Harmattan, Paris, 2009, p. 23.

Cependant, au fondement de la théorie néo-classique tout autant que celle de l'hypothèse de l'efficience des marchés se trouve l'hypothèse de base de la rationalité des agents. En effet, et comme expliqué plus haut, la notion d'efficience des marchés est intimement en relation avec celle de la rationalité des comportements des agents du fait

²⁷ HERLIN Philippe, Op.cit., p. 36.

que cette dernière fait partie des conditions essentielles à sa viabilité. Plus encore, la rationalité des agents sera déterminante lorsqu'il s'agira de savoir comment les investisseurs utilisent ou non l'information dont ils disposent afin de maximiser leur espérance de gain.

De ce fait, et dans un objectif de compréhension du comportement humain par sa normalisation, la science économique a capturé et plus encore emprisonné ce concept de rationalité dans la notion abstraite d'Homo Oeconomicus. Celle-ci signifie que l'être humain est représenté comme étant un être parfaitement « rationnel ». C'est ce que nous allons tenter de clarifier et développer dans le point qui suit.

2. Rationalité de l'individu et concept de l'Homo-œconomicus

La théorie financière moderne s'est appuyée dans ses développements sur l'hypothèse de rationalité des agents. Cette dernière a été investie dans l'objectif de comprendre les phénomènes régissant le fonctionnement des marchés financiers. Pour se faire, la théorie classique pose, dès le départ, le postulat de base que l'investisseur est envisagé comme étant parfaitement rationnel. En ce sens que ce dernier est apte à accéder à l'information dont il a besoin et qu'il est en mesure de la traiter correctement. Le tout en sachant que l'information disponible est supposée refléter fidèlement la réalité de la valeur intrinsèque des actifs grâce au jeu de concurrence entre investisseurs (toujours rationnels). C'est d'ailleurs, uniquement, dans ce contexte que l'on peut concevoir que le marché prétend véritablement à l'efficience.

2.1. Définition et principe de la rationalité

En cherchant une définition *stricto sensus* du mot « Rationnel » dans Le Petit Larousse, nous pouvons trouver qu'il est, à l'origine, tiré du mot latin "*Ratio*", qui signifie "raison". Il indique donc le caractère de tout ce « qui est déduit par le raisonnement et n'a rien d'empirique. Déterminé par des calculs ou par des raisonnements. Qui manifeste de la raison, de la logique, du bon sens »²⁸.

²⁸ Collectif, « Le Petit Larousse Illustré 2006 », Editions Larousse, Paris, 2005, p.899.

La théorie économique standard s'est beaucoup inspirée de ce principe dans la construction d'hypothèses représentant la résurgence de nombreux modèles économiques et financiers, encore aujourd'hui de référence dans le monde académique.

2.1.1. Principe de la rationalité parfaite

La théorie néo-classique pose comme hypothèse que l'individu prend des décisions optimales du fait qu'il est doté d'une rationalité complète ou substantielle. Aussi, une décision optimale est prise en fonction des résultats donnés par le calcul de l'utilité espérée²⁹ et la recherche continue de sa maximisation (en prenant en considération l'incertitude de l'environnement). Ces axiomes ont été mis en avant dans les travaux de Von Neumann et Morgenstern³⁰ en 1947.

Plus concrètement, « la rationalité des agents consiste en ce qu'ils ont une connaissance commune de la théorie adéquate pour la résolution de problèmes décisionnels déterminés (en ce qui nous concerne, l'achat et la vente de titres financiers). Plus précisément, il existe entre eux un consensus sur les déterminants fondamentaux (ou en raccourci, les fameux « fondamentaux ») de la valeur des biens qui font l'objet de l'échange, si bien que ... les prix qui s'établissent sur le marché reflètent sans biais systématique la valeur « vraie » des biens échangés »³¹.

Cela signifie que même si la vraie valeur d'un bien n'est pour ainsi dire pas observable, son prix de marché observé sera à tout moment sa plus fiable estimation. Les seules différences pouvant survenir entre la vraie valeur du bien et le prix sont purement aléatoires et sont qualifiées par les statisticiens de « bruit blanc », en d'autres termes, neutres.

²⁹ Voir en annexe n° 1 un bref rappel de la théorie de l'utilité espérée.

³⁰ VON NEUMANN John, MORGENSTERN Oskar, « Theory of games and economic behavior », Editions Princeton University Press, Princeton New Jersey, 1947, 625 pages.

³¹ AKTAS Nihat, « La "finance comportementale" : un état des lieux », *Reflets et Perspectives*, XLIII, 2004/2, p. 20.

2.1.2. Concept de l'Homo-oeconomicus

Le concept d'Homo-Oeconomicus peut se définir de la manière suivante : « Modèle de l'homme économique de la théorie microéconomique classique et néo-classique se caractérisant par des hypothèses simplificatrices. L'*homo-oeconomicus* est un sujet abstrait, sans épaisseur sociale (sans pays, sans religion, sans sexe, sans âge, etc.), informé, rationnel (*i.e.* calculateur) dans sa recherche du maximum de plaisir (maximisation de la production pour le producteur, ou des satisfactions pour le consommateur) pour le minimum de souffrance (minimisation des coûts) »³².

John-Stuart Mill est, en quelques sortes, considéré comme le « père » du concept de l'*Homo-Oeconomicus*. Son idée de base a été que l'analyse économique devait procéder de la même façon que les sciences de la nature, c'est-à-dire, par abstraction. Ce qui signifie l'isolation du comportement de l'homme dans la vie économique en excluant de la sorte toute dimension morale ou prise en compte du comportement social collectif, du don, ni même la prise en compte du sens de la justice. Cette abstraction a abouti à l'élaboration de modèles mathématiques très élaborés ayant, dès le départ, acquis chez la communauté scientifique, un haut niveau de scientificité et élevant la finance néoclassique – selon les termes de Stephen Ross- au rang de « la plus scientifique des sciences sociales »³³.

2.2. Evolution du concept : la rationalité limitée puis la rationalité procédurale

Les premières critiques ayant été émises à l'encontre de l'hypothèse de rationalité absolue ont été introduites par les travaux de March et Simon³⁴ en 1958, puis Simon en 1960. Ils ont ainsi introduits le concept de rationalité limitée. Leur

³² Sous la direction de SILEM Ahmed et ALBERTINI Jean-Marie, «Lexique d'économie », Editions Dalloz, 10^{ème} éd., Paris, 2008, p. 419.

³³ ROSS Stephen, « Neoclassical finance », Princeton University Press, Princeton New Jersey, 2004. p.10.

³⁴ MARCH James Gardner, SIMON Herbert Alexander, « Organizations », Editions Wiley-Blackwell, New York, 1958, 262 pages. Traduction française: «Les organizations», Editions Dunod, Paris, 1960.

argumentaire a essentiellement reposé sur le fait que la rationalité des individus se heurte à trois freins majeurs:

- ✓ L'information incomplète ;
- ✓ Les motivations individuelles ;
- ✓ Et enfin les capacités limitées des décideurs.

Cela les a amenés à remplacer l'objectif de « maximisation » par celui de la « satisfaction ». Cela implique que l'individu n'est en réalité pas en mesure de prendre une décision optimale, mais plutôt une décision satisfaisante. Ce qui fait des êtres humains des « satisfiseurs » d'avantage que des « maximisateurs » ayant tendance à faire les choix les plus « rationnels » possibles vu la complexité environnementale, les limites physiologiques tout autant que psychologiques.

Par la suite, Simon³⁵ a approfondi cette réflexion dans ses travaux publiés en 1976, et a apporté une nouvelle pierre à l'édifice, celle de la rationalité procédurale. Cette nouvelle vision de la rationalité limitée prend en considération la complexité des problèmes auxquels sera confronté l'agent et les procédures mentales qu'il produira. La pensée sera dès lors conceptualisée en tant que processus qui fonctionne à l'aide d'un support nommé le "cerveau humain". Ce dernier a d'ailleurs été assimilé à un ordinateur dans les travaux de Von Neumann³⁶ en 1958. La rationalité s'en trouve donc décrite comme naissante dans un espace interconnecté de procédures mentales assimilées aux logiciels opérants dans les ordinateurs.

Pour notre part, nous pensons fermement et sommes profondément d'accord avec l'avis de Marc Amblard qui affirme que « la rationalité n'est pas uniquement substantielle, instrumentale ou même procédurale, tel que l'ont soutenu les économistes classiques et néoclassiques. Malgré l'hégémonie du modèle économique standard, de nombreux travaux émanant de champs disciplinaires très divers tentent de montrer que la conduite humaine peut répondre à des ressorts relevant de l'affectif, du rite ou du

³⁵ SIMON Herbert Alexander, « From substantive to procedural rationality », Editions Latsis S.J., *Methods and appraisal in economics*, Cambridge Mass, MIT Press, 1976, 230 pages.

³⁶ VON NEUMANN John, « The computer and the brain », Editions Yale University Press, 1958. Traduction française: «L'ordinateur et le cerveau», Editions La Découverte, Paris, 1992, 130 pages.

mimétisme. L'homme est constamment immergé dans un bain social surplombé par des intuitions. Autant de facteurs qui remettent en cause l'universalité du calcul utilitariste et la prétendue souveraineté de l'homo-œconomicus cher à la pensée dominante »³⁷.

Section 2 : La valeur fondamentale, un pilier dans l'évaluation des prix des actifs

Comme nous l'avons présenté précédemment, la théorie néo-classique pose la rationalité des agents comme une condition essentielle à la concrétisation de l'efficience sur les marchés financiers. Pour cause, cette rationalité sera décisive lorsqu'il s'agira d'évaluer avec une parfaite justesse la valeur réelle des actifs financiers. Cela grâce à un traitement précis de l'information au travers de ce qui est nommé une « analyse fondamentale ».

La notion de valeur fondamentale a depuis longtemps été un principe particulièrement solide. En effet, sa crédibilité est si grande qu'elle lui a valu d'être un outil décisif dans le maniement de nombreuses politiques économiques dans les pays du monde entier. Plus encore, cette valeur nommée « fondamentale », ou quelques fois qualifiée de « valeur intrinsèque » ou de « valeur réelle », représente pour certains économistes la référence en matière de valorisation des actifs. Grâce à sa rigueur scientifique, celle-ci permettrait une valorisation efficace des actifs financiers. Les prix de ceux-ci doivent à long terme toujours tendre vers cette valeur de référence. Elle constitue d'ailleurs, pour de nombreuses institutions, un outil indispensable d'aide à la décision en matière de gestion d'actifs.

Il s'agira donc, dans cette section, de présenter une synthèse de ce qu'englobe la notion de valeur fondamentale. Nous jugeons que cela est indispensable afin de comprendre ce qu'a représenté, pendant longtemps, un des plus indispensables déterminants des cours boursiers.

³⁷ AMBLARD Marc, « La rationalité : Mythes et réalités », Editions L'Harmattan, Paris, 2010, p. 11.

1. Signification de la notion de fondamentaux économiques

L'analyse fondamentale s'est construite à travers le temps, sur de solides principes théoriques. Une étroite collaboration entre l'univers financier et l'univers académique lui a permis par la suite d'acquiescer une grande crédibilité dans les deux sphères. Cela lui a d'ailleurs permis, durant de nombreuses années, d'être la principale méthode pratiquée sur les plus grandes bourses mondiales et enseignée dans les plus prestigieuses universités du monde entier.

1.1. Concepts et définitions

Que signifie le terme valeur fondamentale ? A cela, il est dit qu'« issue schématiquement de la conception selon laquelle une entreprise vaut fondamentalement ce qu'elle va rapporter à ses actionnaires (c'est la logique dite d'entreprise d'un investissement, opposée à la logique dite de spéculation), cette démarche analytique consiste à calculer une valeur actuelle de flux futurs de revenus que vont procurer les actions à leur détenteur (leur propriétaire : l'actionnaire), c'est-à-dire à faire émerger un nombre particulier à partir des représentations financières de l'entreprise, une référence normative de sa valeur »³⁸.

Aussi, la théorie économique et les principes néo-classiques ont fondamentalement influencé cette analyse. Et c'est, plus particulièrement, la logique de l'efficacité des marchés financiers qui l'a façonnée. En ce sens, Eugène FAMA affirme que « 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 efficace, les prix sont les meilleures estimations possibles de la valeur des entreprises »³⁹.

En ce sens, l'analyse fondamentale a pour mission de déterminer si un actif est surévalué ou sous-évalué. A partir de là, et en s'appuyant sur la vertu de rationalité de

³⁸ Collectif sous la direction de WALTER Christian et BRIAN Eric, « Critique de la Valeur Fondamentale », Editions SPRINGER, Paris, 2008, p. 4.

³⁹ FAMA Eugene, « Random walk in stock market prices », *Financial Analysts Journal*, 1965, Vol. 21, N° 5, pp. 55-59. Repris dans KABBAJ Thami, « L'art du trading », Editions d'Organisation, 2ème Ed., Paris, 2010, p.42.

tous les agents, il sera recommandé de vendre un actif s'il se trouve en position de surévaluation et inversement, de l'acheter s'il est sous-évalué. Le jeu constant de l'ajustement de l'offre et de la demande assurera de cette façon que les prix restent à long terme fidèles à la valeur fondamentale.

1.2. Logique au fondement de la détermination de la valeur fondamentale

L'analyse fondamentale peut s'appliquer à tout type d'actif. Sa logique s'applique aussi bien aux pays qu'aux matières premières en passant par les entreprises :

- Pour un pays, il s'agira de faire une analyse fondamentale, principalement pour évaluer une obligation d'Etat. Dans cette situation, il sera nécessaire de se référer à certains indicateurs macroéconomiques essentiels tels que le taux de croissance, l'endettement de l'Etat, les infrastructures, les réformes structurelles entreprises...etc ;
- Faire une analyse fondamentale d'une entreprise se rapportera le plus souvent à la mesure de la somme des profits futurs actualisés (le plus souvent les dividendes). Cette estimation se base, en fait, sur certains critères décisifs tels que la qualité du management de l'entreprise, son potentiel de développement futur, sa stratégie, ses avantages par rapport à la concurrence. Toute une batterie de critères analysés et décortiqués au peigne fin grâce à l'étude des comptes de l'entreprise en question et toutes ses données aussi bien internes que publiques ;
- Et enfin, s'agissant de son application dans l'évaluation des prix des matières premières, la même logique est de mise. Nous pouvons illustrer cela en prenant l'exemple du pétrole. Il s'agira de faire une analyse en termes d'offre et de demande. Concernant la demande, un économiste ou un analyste financier évaluera la demande actuelle ainsi que la demande potentielle en interaction avec certains indicateurs corrélés tels la croissance du secteur des énergies de substitution, la croissance économique mondiale ... etc. et l'offre sera également estimée par l'offre actuelle c.à.d. les stocks existants et par l'offre potentielle déduite des champs pétroliers pouvant, très prochainement, être exploités. Cette

confrontation entre offre et demande fournira une information précieuse dans l'estimation d'un prix adéquat.

De ce fait, et pour être simple, l'analyse fondamentale peut se définir en deux mots : « la recherche des fondamentaux ». En d'autres termes : c'est « une analyse qui se base sur la réalité économique de l'entreprise. L'analyse fondamentale tient compte de la situation économique globale du pays avec sa croissance, son taux d'inflation ou l'évolution de la consommation des ménages. Elle va retenir de nombreux facteurs tels que le marché de l'entreprise, ses parts de marché, son chiffre d'affaires, son résultat net ou ses brevets »⁴⁰.

C'est en ce sens que l'analyse fondamentale ne prendra en compte, dans toute sa démarche, que des informations provenant des données de marché ainsi que des résultats financiers des entreprises. S'agissant de ces dernières, l'analyse fondamentale se penchera sur leur secteur d'activité, leur environnement économique et sur tout événement au sein de ces sociétés pouvant ou étant susceptible de causer la baisse ou la hausse des cours de leurs titres.

Si nous parlons, par exemple, d'une entreprise particulière, l'analyse fondamentale tentera de répondre à des questions telles que⁴¹ :

- Le chiffre d'affaires de l'entreprise s'accroît-il ?
- L'entreprise fait-elle bien des bénéfices ?
- L'entreprise est-elle dans une position suffisamment forte pour faire mieux que ses concurrents ?
- L'entreprise est-elle solvable ? est-elle en mesure de rembourser ses dettes ?

Aussi, l'objectif d'une analyse fondamentale sera de fournir une valorisation correcte et concrète à tout moment de tout actif financier. La détermination de la valeur de l'actif financier se focalisera sur tout facteur sous-jacent pouvant influencer l'évolution future de son cours boursier. A ce juste titre, il s'agira de déterminer la valeur « réelle » d'un actif ou, en d'autres termes, sa « valeur intrinsèque ». Cette dernière fait référence à

⁴⁰ Définition proposée par le Lexique Finance du site web : www.trader-finance.fr. Dernière date de consultation le 10.05.2012.

⁴¹ Tiré du site web : www.cafedelabourse.com. Date de consultation : 10.05.2012.

la valeur avec laquelle le marché tendra toujours à s'aligner sur le long terme, ce qui appuiera grandement la santé de toute démarche d'investissement.

Cela dit, les seules questions qui limitent la portée de cette analyse sont ⁴²:

- Nous ne savons pas si notre estimation de la valeur intrinsèque est juste ;
- Nous ignorons le temps que le marché mettra pour refléter la valeur intrinsèque d'une action.

2. Éléments de l'analyse fondamentale

Comme énoncé plus haut, lorsque l'analyse concernera une entreprise, il s'agira de déterminer sa valeur intrinsèque, en passant par l'examen de son bilan, son compte de résultat, ses flux de cash-flows ainsi que ses états financiers. Nous allons donc, dans ce qui suit, expliciter différentes mesures pouvant nous aider à évaluer la valeur intrinsèque des actions d'une entreprise :

2.1. L'actualisation des flux futurs

Une des principales méthodes de valorisation et de sélection de titres individuels est l'actualisation de ses flux financiers futurs. Cela implique que « la valeur d'une action dépend de la capacité de la société qui l'a émise à dégager des profits dans le futur. Tout l'art de l'analyste financier consiste donc à essayer de prévoir quelles sont ces perspectives bénéficiaires et de les mettre en relation avec le cours auquel l'action est échangée. Cette analyse permet ainsi de déterminer si l'action est aujourd'hui trop chère par rapport au potentiel bénéficiaire, ou au contraire, trop bon marché »⁴³. Il est également possible de calculer la valeur intrinsèque grâce au modèle d'actualisation des dividendes que propose Gordon Shapiro. Cela dit, ce modèle repose sur l'hypothèse selon laquelle les flux de trésorerie que génère une action sont assimilables aux dividendes versés. Il est également posé comme hypothèse que ceux-ci enregistrent dans le temps un taux de croissance constant.

⁴² Tiré du site web : www.cafedelabourse.com. Date de consultation : 30.05.2012.

⁴³ NOVELLO Pierre, « Guide de l'investisseur », Editions Pierre Novello, Paris, 2000, p.60.

La formule de Gordon Shapiro est la suivante :

$$P_0 = \frac{\text{EPS 1} * \text{Payout ratio}}{\text{Coût du capital} - (1 - \text{Payout ratio}) * \text{ROE}}$$

Avec:

P_0 : le prix recherché en année 0

EPS1 : bénéfice par action estimé en année 1

Payout ratio : taux de distribution du bénéfice aux actionnaires

ROE : rendement des fonds propres

Coût du capital exprimé sous forme de taux

Il est cependant à signaler que les prévisions du taux de croissance qui est attendu des dividendes affectera très sensiblement le résultat obtenu. Sans compter que l'estimation du coût du capital est tout aussi délicate. Une autre remarque concerne le fait que les actions, contrairement aux obligations, ne génèrent pas de revenus fixes et sont souvent proies à de fortes fluctuations. Cela dévoile bien que cette formule souffre de bon nombre de limitations qui réduisent sa fiabilité ainsi que la précision des estimations qu'elle fournit, la rendant souvent obsolète face à la réalité des marchés.

2.2. Les mesures relatives de l'analyse fondamentale

Une seconde méthode se propose d'examiner deux ratios jugés comme incontournables :

2.2.1. Price Earning Ratio (PER)

Le Price Earning Ratio se calcule par la division du prix d'une action quelconque sur son bénéfice par action, aussi appelé *earnings per share* :

$$P/E = \frac{\text{Prix de l'action}}{\text{Bénéfice par action}}$$

Ce ratio spécifie le nombre de fois qu'un investisseur, ayant acheté cette action, payera les bénéfices. En d'autres termes, plus ce ratio sera élevé et plus le prix

qu'il devra payer sera cher. Il est cependant important de signaler que ce ratio dépendra fortement du secteur d'activité de l'entreprise concernée. Aussi, et bien que ce ratio soit très simple d'utilisation, il est néanmoins fortement conditionné par l'évolution de l'environnement économique des entreprises car c'est souvent en fonction de celui-ci que fluctuent leurs profits.

Cela implique que si un secteur est en perte de croissance, son PER, même étant très bas, ne pourrait être qualifié d'intéressant. Plus encore, même après avoir tenu compte du fait qu'il est décisif de prendre en considération le secteur d'activité dans lequel agit l'entreprise, la croissance ne peut être similaire d'une entreprise à une autre, et le PER ne tient pas compte de cela. Sans compter que ces valeurs peuvent facilement être manipulées à travers des données comptables déguisées que fournissent les entreprises pour appuyer la santé de leur structure financière. Nous pensons donc que ce ratio devrait être utilisé avec beaucoup de précaution car il ne peut fournir, à lui seul, une information complète sur la valeur « réelle » d'une action.

2.2.2.Price-to-Book

Ce second ratio fournit une indication plus pertinente sur la valeur d'une entreprise et sa perspective de croissance future. Le P/Book calcule le nombre de fois qu'un investisseur devra payer la valeur des fonds propres sur le marché (ratio qu'il conviendrait également de comparer à celui de son secteur ou encore de l'industrie concernée) :

$$P/Book = \frac{\text{Valeur de marché des fonds propres}}{\text{Valeur comptable des fonds propres}}$$

Un résultat estimé entre 1 et 2 est généralement qualifié de raisonnable et donc à privilégier dans tout investissement. Alors qu'un chiffre beaucoup plus grand indiquerait un risque de bulle. Cependant, un sérieux problème concernant l'évaluation des données comptables pourrait se poser pour les entreprises possédant de nombreux actifs intangibles. Dans cette situation, il est préférable d'utiliser dans l'évaluation de la valeur de ces entreprises le Price to Cash Flow ratio car ce dernier possède la qualité d'être indépendant des méthodes comptables. Il va donc sans dire que le P/Book est tout autant que le PER, de par sa dépendance aux données comptables, proie aux

manipulations et aux évaluations biaisées. En ce sens, « nous pouvons mentionner ici l'anecdote d'un chef d'entreprise désireux d'engager un nouveau comptable. Le premier candidat entre et le chef d'entreprise lui demande ce qu'il sait. Le candidat lui répond qu'il connaît très bien toutes les règles de comptabilité, et notamment les règles américaines utilisées par les grandes multinationales. Peu convaincu par cette réponse, notre chef d'entreprise pose la même question au deuxième candidat. Il obtient encore une fois le même genre de réponse et demande alors au troisième candidat d'entrer. Cette fois-ci, le candidat lui rétorque : " Permettez-moi de vous répondre par une question : que souhaitez-vous faire apparaître dans votre bilan ? ", ce à quoi le chef d'entreprise répond : " Vous êtes engagé" »⁴⁴.

2.3. Analyse stratégique

Dans l'analyse stratégique, il s'agira de pousser l'analyse en profondeur, que ce soit au niveau de l'entreprise, ou au niveau de ses avantages concurrentiels tout en prenant en considération l'environnement global.

2.3.1. La notion de business model

Le *business model* d'une entreprise, en une simple phrase, s'efforcera de comprendre de quelle manière l'entreprise gagne son argent. « Le *business model* correspond ainsi à l'approche que l'entreprise a retenue pour dégager ses revenus. En d'autres termes, c'est le mécanisme qui va permettre de gagner de l'argent »⁴⁵. Etant donné qu'un produit ou service final est le résultat de plusieurs étapes, souvent composées de bon nombre de produits ou services intermédiaires, l'entreprise peut faire le choix de prendre en charge toutes les activités ou étapes composant le produit ou service fini ou bien se focaliser sur une seule ou une partie d'entre elles. Cela dit, ce choix devra se justifier économiquement parlant. Ce qui signifie que la décision finale sera prise en fonction des revenus évalués de chaque possibilité. Le revenu le plus élevé confronté à ses charges déterminera la décision optimale pour l'entreprise.

⁴⁴ SNOPEK Lukasz, « Guide complet de construction et de gestion de portefeuille », Editions Maxima, Paris, 2010, p. 141.

⁴⁵ Ibid., p. 142.

L'entreprise devra également se pencher sur la question des actifs immatériels, de leur évaluation et de leur utilisation. Ces actifs, également appelés droits de propriété intellectuelle, « peuvent être vendus, concédés sous licence, servir de nantissement ou de garantie à un crédit, de caution pour emprunter de l'argent auprès d'amis, de la famille, d'investisseurs privés et parfois même auprès des banques »⁴⁶. La question de l'exploitation commerciale de ces droits ou titres de propriété intellectuelle doit également se poser dans toute analyse stratégique proprement dite.

En effet, dans l'assomption que ces titres aient fait l'objet de brevets déposés, de licences et de marques déposés, ceux-ci sont protégés par la loi, cela signifie que l'entreprise propriétaire de ceux-ci bénéficie d'un avantage concurrentiel garanti avec une protection légale face aux concurrents désireux d'imiter ou d'exploiter ces mêmes actifs immatériels. Cependant, des démarches à l'international, qui passent par des systèmes de brevets internationaux, devront être prises si l'entreprise a besoin d'étendre la protection en dehors du pays dans lequel les titres sont utilisés et enregistrés. A contrario, ce « monopole » de propriété ne pourrait être véritablement protégé. De plus, la protection est limitée dans le temps et sera, après son extinction, fort probablement sujette à une exploitation commerciale par les concurrents directs de l'entreprise.

L'autre possibilité qui s'offre à l'entreprise, afin de ne pas entrer dans une « guerre » frontale avec ses principaux concurrents, est celle de la décision de la vente de droits d'exploitation des titres. En ce sens, « lorsque le produit nécessite un réseau de distribution ou une logistique trop importants (...), la cession d'une licence en faveur d'un partenaire stratégique plutôt que la production propre pourrait être la meilleure option stratégique »⁴⁷. Le même raisonnement peut s'appliquer à la protection et à la propriété des marques. Seule une distinction doit être faite entre le nom de l'entreprise (ou encore appelée sa raison sociale) de la marque. La première jouit d'un titre d'exclusivité ainsi que d'une protection illimitée dans le temps alors que la seconde est systématiquement liée à un produit ou service de l'entreprise qui ne peut bénéficier que d'une protection limitée dans le temps et à laquelle les mêmes principes que les titres de propriété peuvent s'appliquer. « Cependant, la vente des droits d'exploitation de la

⁴⁶ PIAGET May, « Demain j'arrête d'être salarié », Editions Georg, Genève, p. 40.

⁴⁷ SNOPEK Lukasz, Op.cit., p. 143.

marque, comme par exemple les franchises, peut rarement se faire au début des activités de l'entreprise, puisqu'il faut en premier lieu acquérir expérience, réputation et avant tout notoriété pour les produits et services proposés. Par ailleurs, la vente des droits d'exploitation de la marque complète le plus souvent les activités de l'entreprise, en jouant un rôle publicitaire, et en faisant ainsi connaître davantage la marque, et donc l'entreprise »⁴⁸.

Après avoir mis l'accent sur ces précédents points d'analyse, il est important de parler d'une autre variable aussi importante que difficile à évaluer. C'est la « qualité du management ». Cet aspect est particulièrement délicat à estimer au vue d'un investisseur privé conscient de la grande subjectivité pouvant interférer dans l'évaluation et en parallèle à quel point il peut être crucial de rechercher et de bien sélectionner les titres intéressants en fonction de cette évaluation. Cette tâche est encore doublement ardue lorsqu'il s'agira de faire confiance à un management qui est viscéralement en complète divergence d'intérêts avec l'actionnaire.

Introduire dans l'analyse des études du secteur incluant ses perspectives d'évolution économiques est également un aspect qui peut être pris en compte. Cela dit, dans une étude de secteur, « les éléments qui y sont couverts sont d'ordinaire déjà connus du public et intégrés dans les cours. Ils n'auront d'intérêt réel que dans des cas très rares où nous trouverons un faisceau d'éléments susceptibles d'attirer l'attention sur un retournement des perspectives de telle ou telle industrie »⁴⁹. Néanmoins, il est toujours conseillé de procéder à cette analyse afin de prévoir du moins les grandes mouvances d'évolution future des titres.

2.3.2. L'analyse externe

Une analyse externe s'efforcera d'examiner la structure du marché et plus particulièrement le segment de marché le plus pertinent pour l'entreprise. Il s'agira en fait d'étudier les éventuelles barrières à l'entrée et à la sortie, l'intensité des forces concurrentielles, le marché potentiel et sa croissance, ainsi que les facteurs clé de succès.

⁴⁸ SNOPEK Lukasz, Op.cit., p. 144.

⁴⁹ GRAHAM Benjamin, « L'investisseur intelligent », Editions Valor, Paris, 2008, p. 181.

2.3.2.1. Les barrières à l'entrée

De manière générale, une barrière à l'entrée s'apparente à « tout élément qui fait que la rentabilité attendue d'un nouvel entrant sur un marché sera plus faible que celle des entreprises déjà présentes »⁵⁰. Cela implique que les barrières à l'entrée ont des conséquences directes sur la rentabilité attendue car plus il sera difficile à un nouveau concurrent de pénétrer un secteur particulier et plus l'activité sera rentable sur ce dernier. La raison est que tout nouvel entrant porte une menace de baisse des prix et d'écrasement des marges. Les barrières à l'entrées sont multiples, mais sont généralement toutes érigées soit grâce à une différence de coûts ou grâce à une différenciation de l'offre.

2.3.2.1.1. Différenciation par les coûts

A partir d'un certain volume de production, le coût unitaire par produit marque une substantielle diminution. C'est ce qui est qualifié « d'économies d'échelles ». Ces dernières - qui sont, la plupart du temps, liées à l'expérience, aux technologies employées, ainsi qu'au secteur d'activité - procurent un réel avantage concurrentiel à leur détenteur et posent de solides barrières aux nouveaux entrants. La « taille du marché » peut également représenter une barrière du fait de son caractère déterminant sur le nombre possible d'acteurs pouvant interagir sur ce marché. Le nombre de concurrents sera par exemple très restreint dans un petit marché dans lequel le nombre de clients ne suffit pas à rentabiliser les investissements sur le développement et le lancement d'un nouveau produit. Le marché des très gros porteurs est une parfaite illustration de ce cas de figure. Combien de sociétés pourraient se permettre de concurrencer le Boeing 747 qui coûte excessivement cher, dans un marché de très petite taille dans lequel le nombre d'appareils vendus est très limité ?

Une différenciation par les coûts pourrait également provenir d'un « accès privilégié à certaines matières premières ». La réduction des coûts

⁵⁰ SNOPEK Lukasz, Op.cit., pp. 145 et 146.

de transport en résultant constituerait une barrière supplémentaire à tout entrant.

Les interventions gouvernementales peuvent, par certaines actions, créer de très grandes barrières à l'entrée. Nous faisons, par exemple, références à des actions créant ou favorisant l'établissement et/ou la pérennisation des monopoles. Monopoles écrasant d'emblé toute concurrence et décourageant tout entrant potentiel. Il ya aussi les actions de subventionnement de certains produits ou toutes productions de certaines sociétés, les accords gouvernementaux et toutes législations spécifiques accordant une protection gouvernementale à un secteur donné.

2.3.2.1.2. Différenciation de l'offre

Une différenciation de l'offre peut provenir d'une détention par l'entreprise de « processus de production spéciaux ». Ces processus peuvent concerner la façon propre dans laquelle l'entreprise fabrique son produit ou l'existence de brevets préservant l'exclusivité de certains procédés. En effet, toutes ces façons de travailler propres à l'entreprise représentent des spécificités privées, difficilement copiables et donc constitutives d'une autre forme de barrière à l'entrée. Tout aussi important, « l'image de marque, la qualité et la notoriété du produit ou de l'entreprise constituent d'autres types de barrières à l'entrée(...) les acheteurs sont prêts à payer une certaine marge pour un produit de qualité, de telle sorte que le leader peut fixer un prix qui, sans cette marge, correspond aux coûts des concurrents potentiels, les décourageant ainsi à entrer sur le marché »⁵¹. Dans le même registre, il ya également l'expérience, la réputation, le savoir faire et surtout le prestige. Ces dernières peuvent se révéler dans certains secteurs être des barrières presque infranchissables.

⁵¹ SNOPEK Lukasz, Op.cit., p. 147.

2.3.2.2. Les barrières à la sortie

Les barrières à la sortie peuvent de façon générale être « tout élément qui empêche les entreprises de sortir facilement du marché lorsque les affaires vont mal »⁵². Ces barrières peuvent provenir de la rigidité de certains contrats, du recyclage des usines, et plus généralement être la conséquence d'investissements colossaux difficilement récupérables. Les coûts pouvant être générés par une décision de changement de fournisseur, appelés aussi de manière générale coûts de changement ou barrières de mobilité sont également considérés comme d'importantes barrières à la sortie.

Du fait que certains chefs d'entreprises estiment que leur présence dans un secteur particulier leur est stratégique, ceux-ci n'hésitent pas à y rester même si cela leur fait perdre de l'argent. Il est cependant à signaler que ce phénomène favorise une concurrence impure dans la mesure où il est difficile à une entreprise de se développer correctement dans cet environnement rude et face à une telle concurrence.

2.3.2.3. Les forces concurrentielles

Un autre facteur important à prendre en compte est l'intensité concurrentielle au sein d'un secteur. En effet, l'ampleur de la rivalité dans un secteur donné sera déterminante en termes de rentabilité escomptée. Porter recommande une démarche basée sur une analyse concurrentielle à travers cinq forces clé dont l'étude sera décisive pour les choix stratégiques pouvant être envisagés dans un secteur particulier⁵³.

⁵² SNOPEK Lukasz, Op.cit., p.148.

⁵³ Pour plus amples détails sur les cinq forces concurrentiels de Porter, se référer à son ouvrage de référence : PORTER Michael, « L'avantage concurrentiel », Editions Dunod, Paris, 2003, 647 pages.

2.3.2.4. Le marché potentiel et sa croissance

Etant donné la difficulté que peut représenter l'exercice d'estimation de la taille exacte du marché et de son potentiel de croissance, les informations trouvées dans des revues spécialisées, journaux et particulièrement la récolte de chiffres clés sur internet peuvent se révéler d'un grand secours dans la détermination de la croissance d'un secteur donné. En cause, il sera décisif de savoir s'il l'on se trouve sur un marché en développement, en contraction ou pire en stagnation.

Aussi, une autre mesure peut être utilisée pour évaluer la croissance du secteur, c'est celle du cycle de vie du produit. Cette dernière comprend trois phases : démarrage (lancement sur le marché), croissance (phase de pénétration maximale du marché), maturité (début de stagnation de la demande), le déclin (début de contraction et de déclin du marché). La durée de chaque phase est fonction du produit et de ses caractéristiques. En effet, certains produits auront tendance à avoir des cycles de vies très longs alors que d'autres seront dépendant des tendances et modes et donc très éphémères. Les investisseurs ont tendance à investir sur des produits sortant de la phase de démarrage (les bénéfices pouvant y être négatifs dû aux grandes dépenses de lancement sur le marché) et entrant en phase de croissance (période qui génère beaucoup de bénéfices).

2.3.2.5. L'influence de l'environnement économique, social, politique, juridique et technologique

Il sera question ici de porter un regard d'ensemble à l'environnement général, à la stabilité politique et au contexte social et juridique. Concernant le contexte économique, il sera très important d'analyser la santé économique d'un secteur particulier en aparté de sorte à éviter toute généralisation à la santé de l'économie globale. Aussi, il faudra étudier les normes légales et juridiques en vigueur et leur évolution car toute nouvelle disposition qui pourrait représenter une opportunité ou une menace doit être prise en

compte dans les scénarios d'investissement. Concernant l'environnement social, il sera important de connaître l'opinion et les positions publiques s'agissant de tel secteur ou de telle activité car toute entreprise est appelée à persuader ses clients qu'elle respecte les valeurs sociales et morales de la communauté et qu'elle opère dans le cadre de règles de fonctionnement éthiques et environnementales. Enfin, l'analyse de l'environnement technologique permettra de connaître les technologies existantes, celles qui ont directement rapport avec son activité, celles qu'elle veut développer et celles qui peuvent influencer de façon décisive l'évolution de son marché.

2.3.2.6. Analyse des facteurs clés de succès

Les facteurs clés de succès représentent tous « les éléments constitutifs de la réussite d'une entreprise dans un secteur donné durant une certaine période »⁵⁴. Il est cependant à signaler que ceux-ci sont proies aux évolutions dans le temps et peuvent varier y compris d'un sous-secteur d'activité à un autre dans la même entreprise. A ce titre, il sera décisif de savoir si les facteurs clés de succès détenus par l'entreprise sont ceux recherchés ou demandés par les clients car dans le cas contraire il sera urgent de les modifier par de nouveaux développements de compétences distinctives sur le marché en question.

2.3.3. L'analyse interne

L'analyse externe faite, il sera désormais question de se pencher sur les différentes caractéristiques et attributs internes à l'entreprise (l'ensemble de ses compétences et de ses ressources) afin d'évaluer avec plus de précision sa rentabilité et sa capacité à performer sur son marché.

⁵⁴ SNOPEK Lukasz, Op.cit. p. 153.

2.3.3.1. Les ressources détenues

L'évaluation des ressources disponibles, de leur valeur et suffisance à l'activité exercée sera très importante. Aussi, les différentes ressources dont peut disposer une entreprise peuvent globalement se subdiviser en cinq types :

Les ressources humaines (le personnel de l'entreprise avec tous leurs attributs : expérience, motivation, formation...), les ressources physiques (différents éléments matériels, équipements de toutes sortes, et biens immobilisés), les ressources financières (constituées de fonds propres, endettement, trésorerie et capacité d'endettement), les ressources intangibles (peuvent être diverses et parfois très spécifiques à une entreprise tels que la maîtrise de certaines technologies, de brevets, d'une réputation et d'un réseau relationnel important), et enfin les ressources organisationnelles (elles concernent la structure et le fonctionnement de l'entreprise, la présence ou non d'un leadership, d'une culture d'entreprise forte et globalement l'efficacité de la gestion des ressources humaines). Une fois ces ressources analysées et les lacunes éventuelles détectées, il sera possible en cas de besoin de recourir à l'extérieur.

2.3.3.2. Les compétences centrales

Ces compétences sont dénommées centrales au vu de leur caractère stratégique pour l'entreprise. Elles ont une importance clé du fait qu'elles contribuent à générer de la valeur au client. De ce fait elles doivent être rares (non détenues par les concurrents), à la fois difficiles et très coûteuses à imiter par d'autres, et qu'elles ne puissent pas être substituables par d'autres.

2.3.3.3. L'avantage concurrentiel

Un avantage concurrentiel est « une caractéristique propre à une entreprise qui différencie des autres entreprises du secteur, et qui peut lui procurer un avantage aussi bien sur le moyen que le long terme »⁵⁵. De cette

⁵⁵ SNOPEK Lukasz, Op.cit. p. 156.

façon, un avantage concurrentiel solide aura tendance à procurer une singularité rendant le produit et service offert unique. Des entreprises en disposant auront, dans la grande majorité des cas, tendance à être plus rentables. Aussi, « l'entreprise peut se procurer un avantage concurrentiel soit à partir des imperfections du marché, soit en améliorant les activités de sa chaîne de valeur, son efficacité (coûts de productions bas avec une qualité parfaite), sa flexibilité (cycles extrêmement courts), son apprentissage (innovation constante) ou encore par le biais d'accords de coopération ou de réseaux stratégiques »⁵⁶.

2.3.3.4. La rentabilité économique de secteur

Le concept de rentabilité économique renferme un certain nombre d'outils de mesure permettant de nous renseigner sur la rentabilité d'un secteur particulier, à savoir, le ROI, le RAC et le TME. En effet, le ROI (Return On Investment) permet de connaître le montant du capital à investir afin de générer des profits. Celui-ci est composé de deux parties : le taux de marge économique ou TME (montant gagné sur chaque unité monétaire de valeur du chiffre d'affaire et se calcule par la division du profit net par le chiffre d'affaire) et la rotation de l'actif ou RAC (mesure du volume d'activité de l'entreprise durant une année et se calcule par la division du chiffre d'affaire sur les actifs détenus par la société).

$$\text{ROI} = \text{TME} \times \text{RAC} = \frac{\text{Profit net}}{\text{CA}} \times \frac{\text{CA}}{\text{Actifs}}$$

2.3.4. Analyse MOFF (Menaces, Opportunités, Forces, Faiblesses)

Toute l'analyse faite précédemment peut être résumée dans cette dernière grille d'analyse. En effet, « les aspects pertinents qui ressortent de l'analyse externe doivent être inscrits soit dans la colonne "Menaces", s'ils constituent précisément un risque ou une menace pour l'entreprise, soit dans la colonne "Opportunités" si l'entreprise peut bénéficier de certaines possibilités ou d'un

⁵⁶ SNOPEK Lukasz, Op.cit. p. 156.

contexte favorable dans le cadre de ses activités. Puis, au regard des éléments tirés de l'analyse interne, les avantages et les forces de l'entreprise doivent être placés dans la colonne "Forces", et les aspects négatifs, les lacunes et les faiblesses de celle-ci dans la colonne "Faiblesses" »⁵⁷. Cette analyse se révèle très souvent d'une aide précieuse pour tout investisseur évaluant la pertinence ou non d'investir dans cette entreprise.

Conclusion

Ce premier chapitre nous a permis de nous familiariser avec la logique orthodoxe de la finance de marché et a offert de connaître les principaux fondements sur lesquels tiennent toutes les hypothèses qui défendent encore que les marchés sont parfaitement efficients et offrent, grâce aux vertus auto-correctrices des marchés, des données en parfaite concordance avec la réalité de la valeur fondamentale. Aussi et pour illustrer à quel point l'EMH avait réussi à assujettir toute réflexion à la sienne, le réputé Michael Jensen de l'Université de Chicago avait, sans aucune crainte d'être démenti, formellement affirmé en 1978 qu'« aucune autre proposition en économie n'a de plus solides fondements empiriques que l'hypothèse d'efficacité des marchés »⁵⁸.

Cela dit, ces principes reposent sur une base très fragile et ont été conçus dans une période offrant des conditions propices à la stabilité des marchés par leur cloisonnement et par le fait qu'ils étaient isolés du marché boursier voisin et régis, un à un, selon des règles de fonctionnement et des lois strictes.

Nous allons donc, dans le chapitre suivant contester la fiabilité des hypothèses classiques et attester que l'environnement dans lequel ces principes ont été érigés est radicalement différent de l'actuel. En ce sens, de nombreuses conditions ne peuvent plus être satisfaites de sorte que l'on puisse continuer à réellement s'appuyer sur un quelconque fondement classique ni même croire que les marchés sont toujours « rationnels » et offrant des prix reflétant réellement la valeur intrinsèque des différents actifs négociés tous les jours sur les places boursières du monde entier.

⁵⁷ SNOPEK Lukasz, Op.cit, p. 159.

⁵⁸ JENSEN Michael, « Some anomalous evidence regarding market efficiency », *Journal of Financial Economics*, 1978, vol. 6. p. 75.

Chapitre 2 : Limites de la finance de marché

Introduction

« La remise en cause de l'EMH a été difficile à faire tant les « preuves » de l'efficience avaient été accumulées et que la « croyance » était bien établie dans la communauté »⁵⁹
(scientifique des financiers).

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le monde de la finance a radicalement changé. Les grands principes tant qualitatifs que quantitatifs ont progressivement commencé à s'effondrer les uns après les autres cédant le pas à une volatilité et à une instabilité devenue incontrôlable et à des fluctuations exacerbées des marchés.

En effet, dans l'environnement actuel, « la volatilité connaît régulièrement de violentes explosions au gré du sentiment des investisseurs et des nouvelles macro-économiques. Les « accidents » supposés n'arriver qu'une fois par millénaire dans un monde normalement distribué s'observent désormais plusieurs fois par décennie »⁶⁰.

Face à cela, et comme l'affirme si bien le célèbre mathématicien Benoît Mandelbrot, « nous devons comprendre, de façon plus fidèle à la réalité, comment des prix de différents types évoluent, comment se mesure le risque et comment on gagne et perd de l'argent. Sans ce savoir, nous sommes voués aux krachs, encore et encore »⁶¹.

⁵⁹ ALBOUY Michel, « Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? », Op.cit., p. 170.

⁶⁰ Par LHABITANT F.S. dans SNOPEK Lukasz, Op.cit., p. 15.

⁶¹ MANDELBROT Benoît, Op.cit., Préface, V.

Section 1 : Evolution et changements significatifs de la finance internationale

Bien que la théorie néo-classique ait déjà sensiblement perdu de son éclat dès le lendemain de la seconde guerre mondiale, et ce principalement en raison de la crise de 1929 qui a sérieusement discrédité le principe d'autorégulation des marchés et le retour systématique à l'équilibre sans l'intervention de l'Etat, le retour des thèses néolibérales a ressurgi dès les années soixante-dix en raison de l'essoufflement des politiques d'influence Keynésienne, la stagflation persistante qui s'en est suivie et une aggravation du déficit commercial sans impact réellement positif sur la croissance.

De ce fait, Milton Friedman, prix Nobel d'économie en 1976, fut le premier à émettre une violente critique des pratiques Keynésiennes et à mettre à jour les méfaits de l'intervention de l'Etat dans la sphère économique. Par la suite, l'Ecole des Choix Publics⁶² est venue fortifier ce discours en affirmant, en premier lieu, que l'Etat était un exécrationnable gestionnaire et de surplus dévoiler au grand jour que les dirigeants politiques étaient avant tout des hommes politiques cherchant à servir leur propre intérêt personnel, et ce dernier ne coïncide pas nécessairement avec l'intérêt général. En ce sens, « 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'Ecole des Choix Publics, l'Etat doit s'occuper le moins possible des affaires privées et déléguer le plus d'activités possibles au secteur concurrentiel »⁶³.

Ainsi, l'influence considérable qu'ont eu ces préceptes a conduit à de nombreuses approches ayant pour mission d'encourager un retour massif aux politiques de déréglementation et ont joué le rôle de catalyseur dans la vague de libéralisation des marchés financiers entreprise dès le début des années quatre-vingt.

⁶² Dont les tenants sont le prix Nobel d'économie en 1986, J. Buchanan et G. Tullock.

⁶³ KABBAJ Thami, « L'art du trading », Editions d'Organisation, 2ème Ed., Paris, 2010, p. 41 et 42.

1. La globalisation progressive des marchés

Les mutations récentes qu'a connues la finance internationale sont exceptionnelles dans l'histoire de son évolution. Elles peuvent être décrites comme des modifications structurelles radicales nécessitant de réviser toutes les théories passées. Ainsi, nous tenons à démontrer dans ce qui suit que le phénomène de globalisation/financiarisation a radicalement changé le système financier et a bouleversé les anciennes conceptions en matière de choix d'investissement et de prise de décision.

1.1. Réformes structurelles des années quatre-vingt

Bien que la globalisation de l'économie ait été voulue pour de nombreuses raisons, nous pouvons clairement affirmer que la financiarisation a été un versant décisif de celle-ci qualifiée pour certains d' « impulsion majeure à la globalisation ».

Aussi, la financiarisation dont il a été question peut être définie de la manière suivante : « Processus qui, sur la base de la libéralisation des marchés financiers et de la sophistication grandissante des techniques, fait pénétrer la finance dans tous les secteurs de la vie économique et tend à lui donner un rôle moteur dans la globalisation »⁶⁴.

De ce fait, et suite à la crise des années soixante-dix, qui comme mentionné plus haut, a clairement eu pour effet de discréditer les politiques Keynésiennes, de larges mesures ont été entreprises afin de libéraliser et développer les économies des pays occidentaux. Le secteur financier fut le cheval de bataille dans les réformes ayant pris place durant cette période. A cela nous pouvons citer deux raisons essentielles :

- i. Suite aux fastes années d'après guerre, nommées communément les Trente Glorieuses où la croissance économique des pays développés à économie de marché (PDEM) était en moyenne de 5%, s'est installé avec la crise des années soixante-dix, le fléau de la stagflation. Cette période a marqué une montée en

⁶⁴ BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, « Finance internationale », Editions Dalloz, Paris, 2007, p. 43.

flèche de l'endettement de ces pays. C'est à partir de là que le besoin de se financer auprès des marchés internationaux s'est lourdement fait ressentir ;

- ii. Le retour en force des idées libérales avec la montée au pouvoir de Margaret Thatcher en Grande-Bretagne et le président Ronald Reagan aux Etats-Unis, qui ont entrepris des réformes spectaculaires en matière d'austérité et d'affirmation de la nécessité du retour aux doctrines ultralibérales. Le fait est que de grands noms de l'économie et notamment des prix Nobel tels que Gary Becker, Milton Friedman, Tullock ou encore Buchanan ont influencé de façon déterminante les hommes politiques de cette période. Selon eux, favoriser la concurrence, diminuer drastiquement la présence de l'Etat dans l'économie ainsi que la libéralisation des marchés financiers étaient d'une importance capitale pour assurer une bonne efficacité des marchés et garantir la performance économique.

1.2. Les réformes dites des trois « D »

Dans une volonté de libéralisation complète des marchés financiers et afin de garantir un certain nombre de conditions nécessaires à l'efficacité de ceux-ci, des mesures, nommées de « 3D » ont marqué cette période des années quatre-vingt. « 3D », comme le qualifiait Henri Bourguinat⁶⁵, en référence à : **D**éréglementation, **D**écloisonnement et enfin **D**ésintermédiation. Ce que nous allons expliciter dans ce qui suit.

1.2.1. Le Décloisonnement

Grâce à ce qui a été au départ une impulsion des Etats Unis et de la Grande-Bretagne (« Big-Bang » de 1986 à la place de Londres)⁶⁶, une grande dynamique de décloisonnement des marchés a gagné toute l'économie occidentale faisant ainsi une croix définitive sur des lois comme le *Fadden Act* de 1927 interdisant aux banques américaines de posséder des succursales hors de

⁶⁵ Voir l'ouvrage de BOURGUINAT Henri, « Finance Internationale », Editions PUF, Paris, 1992, 468 pages.

⁶⁶ Voir en annexe n° 2 : Déréglementation financière ; repères chronologiques.

leur Etat d'origine ou le *Glass Steagall Act* de 1933 opérant à une dislocation entre banques commerciales et banques d'investissement.

Cette mesure fut prise dans une perspective de déspecialisation de toute activité financière, de suppression du contrôle des changes afin de permettre à tout opérateur d'activer dans un marché ouvert ainsi que de tirer un trait définitif sur le monopole des agents de change des années quatre-vingt. Cela a eu pour effet que nous avons pu « assister à la formation de tout un continuum d'opérations financières allant de court à long terme, des crédits en monnaie nationale à des crédits en devises, des opérations autonomes aux ordres induits »⁶⁷.

1.2.2. La Déréglementation

Très liée au décloisonnement, la déréglementation a représenté l'ensemble des « suppressions de réglementations de tous ordres qui permettent aux différents compartiments du marché désormais de communiquer »⁶⁸. Cela concernera notamment, la suppression du contrôle des changes (1979 pour la Grande-Bretagne et en 1987 par la France) ainsi que du contrôle des opérations de balance des capitaux.

Cette mesure a été entreprise dans l'objectif de rendre les marchés financiers plus liquides⁶⁹ et d'offrir de meilleures conditions à la rencontre de l'offre et de la demande. En effet, une meilleure liquidité est, pour les néo-classiques, gage d'une meilleure efficacité des marchés financiers. Pour être plus clair, la liquidité permettra aux investisseurs de se défaire plus facilement des

⁶⁷ BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, Op.cit., p. 44.

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ La liquidité peut être définie comme « la capacité et la rapidité avec laquelle il est possible d'acheter ou de vendre un actif ou un passif sur un marché sans que les prix du support n'en soient fortement affectés. La notion de liquidité s'applique à l'ensemble des actifs bancaires, financiers,... Pour beaucoup d'acteurs économiques, la liquidité mesure la capacité à assumer ses différentes échéances financières à court terme dans le cadre de son activité courante. L'insuffisance de liquidités peut conduire à des situations de cessations de paiement ». Définition proposée par le Lexique Finance du site web : www.trader-finance.fr. Date de consultation le 16.05.2012.

actifs dont ils sont insatisfaits. Le risque, dans un marché peu-liquide, étant de se retrouver en possession de titres dont personne ne veut et donc impossibles à vendre. Ce qui a représenté une avancée décisive pour l'intégration financière.

1.2.3. La Désintermédiation

Cette dernière a offert la possibilité à tous les opérateurs de se financer directement sur les marchés financiers au lieu de passer par les banques. « À la voie traditionnelle (dépôts-crédits), les banques elles-mêmes substituent, de plus en plus, celle du placement de titres. Ce redéploiement des activités bancaires modifiera profondément les bilans des banques »⁷⁰.

Elle aura donc pour avantage d'offrir aux Etats aussi bien qu'aux entreprises, la possibilité de s'adresser directement aux marchés financiers sans faire appel au système bancaire.

1.3. Les Objectifs des réformes

En parfait accord aux préconisations des préceptes néo-classiques, ces mesures ont été mises en place afin de favoriser de façon générale l'efficacité des marchés financiers à travers :

- i. La favorisation d'un contexte où l'information complète est accessible à tous. Celle-ci devant être transparente et diffuse ;
- ii. La favorisation des comportements rationnels. Les agents opérant désormais dans un environnement stable et efficace feront preuve de décisions rationnelles et adéquates face à l'information fournie ;
- iii. L'éradication des situations monopolistiques en offrant un contexte favorisant la concurrence dans des marchés parfaitement liquides ;
- iv. Et enfin, assurer l'adéquation et la convergence systématique des cours boursiers à leur valeur fondamentale.

⁷⁰ BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, Op.cit, p. 45.

Ainsi, ces 3D ont déclenché la montée en puissance d'un marché global illustrant de mieux en mieux la *règle des trois unités* (*unité de temps, unité de lieu et unité d'action*). Faisant que tout observateur pensait qu'à « l'époque contemporaine, la finance s'est spectaculairement adaptée. La révolution numérique lui a permis de franchir un cap important d'un point de vue technologique et d'exploiter à plein régime le cadre fourni par la globalisation. Les marchés des capitaux qui, plus que ceux des biens, sont marqués naturellement par l'ubiquité, ont pleinement bénéficié de la *révolution des trois D* »⁷¹.

Mais c'est à la grande surprise de tous et de façon complètement paradoxale, que ces mesures ont eu par la suite exactement l'effet inverse. En effet, et plus que jamais, l'inégalité de l'accès à l'information, les délits d'initié, les agissements totalement irrationnels des investisseurs et l'extrême volatilité des marchés ont accusé des taux records à partir les années quatre-vingt dix.

2. L'apparition de paradoxes dans le fonctionnement des marchés financiers

Comme nous l'avons vu plus haut, la théorie d'efficience a acquis à partir de la première moitié des années quatre-vingt, une validation empirique sur les plus grandes places financières mondiales. Suite aux bouleversements ayant pris place dans le paysage financier mondial, s'est développé un prééminent courant de recherche tant théorique qu'empirique sur le processus de formation des cours boursiers afin de tenter de comprendre si les marchés fonctionnaient toujours en accord aux principes de l'efficience à mesure que l'environnement se métamorphosait et que les innovations financières faisaient - de façon de plus en plus incontrôlable- légions.

2.1. Essor sans précédent des innovations financières

L'innovation financière et la sophistication des nouveaux instruments financiers n'ont cessé de marquer une évolution particulièrement soutenue à partir des années quatre-vingt. En cause, toutes ces réformes réglementaires vont amener

⁷¹ BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, Op.cit., p. 44.

les innovations financières de toutes sortes à très vite fleurir et se répandre sur le marché.

C'est par la suite, « le *triplet* électronique-informatique-télécommunications qui va permettre d'exploiter pleinement le cadre global de ce qui est devenu une *géo-finance*. Il permet une interconnexion étroite des différentes places, partout dans le monde et il assure l'unité de lieu (le réseau) et de temps nécessaires à ce marché qui fonctionne désormais en continu et à l'échelle du monde entier »⁷².

Plus encore, « L'innovation financière est à la fois la cause et la conséquence de trois changements structurels majeurs : le développement de l'économie quantitative et de la gestion des bilans, l'essor des nouvelles technologies de l'information et des communications et la libéralisation (ou dérégulation) de l'économie. L'innovation financière a été en particulier marquée par le développement des techniques de financement de projet, de financement d'actifs, des financements à effet de levier (LBO), des financements structurés, des techniques de gestion de bilan (gestion des passifs avec la *defeasance*⁷³ et gestion des actifs avec la titrisation), des techniques de gestion de portefeuille et des produits dérivés »⁷⁴.

Face à cela, les opérateurs financiers se sont dès ce moment adaptés dans le but de tirer au maximum avantage de ce « gisement de ressources et d'opportunités qu'est devenu le marché des capitaux libéralisé »⁷⁵. 1970, date à laquelle Léo Melamed a créé à Chicago le marché des options, a marqué le début d'un élan ininterrompu de création de nouveaux instruments financiers toujours de plus en plus sophistiqués. En effet, « les banques et autres institutions financières vont faire assaut d'imagination en perfectionnant sans cesse les modèles mathématiques et les

⁷² BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, Op.cit., p. 45.

⁷³ La *defeasance* à l'origine est une technique de gestion de haut de bilan pour éliminer un engagement constituant un passif (émission obligataire) en individualisant dans une structure autonome un actif financier de très haute qualité (Bons du Trésor) garantissant le paiement de cet engagement. L'utilisation de cette technique fut à l'origine suscitée par la baisse des taux d'intérêt. L'opération permettait en effet de dégager un profit comptable.

⁷⁴ Définition tirée du site web: www.lexinter.net. Date de consultation, le 01.06.2012.

⁷⁵ BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, Op.cit., p. 45.

progiciels informatiques afin de proposer aux marchés des instruments nouveaux »⁷⁶.

Cela dit, ces innovations poussées vont avoir pour première résultante que la conception même de la gestion des risques de crédits s'en est vue radicalement transformée car après ces modifications du fonctionnement des marchés financiers il eut fallu concevoir de nouvelles façons de faire face à un double risque permanent : le risque de taux d'intérêts désormais de plus en plus variables ainsi que le risque de taux de change étant donné l'établissement officiel d'un fonctionnement par flottement de celui-ci.

De ce fait, « la séparation propriété de la créance- gestion du risque y afférent, retentit profondément sur toute la distribution des financements...Ce n'est plus désormais celui qui négocie le crédit qui en porte le risque. Il s'agit d'une dissociation qui, à l'évidence, serait apparue "exorbitante", il y a quelques années, par rapport notamment au colloque singulier prêteur-emprunteur alors tout à fait au centre du commerce de banque et, plus particulièrement d'une opération de crédit... Le risque de crédit, dès lors, se fragmente et se mutualise mais, en contrepartie, se dilue et déborde le secteur strictement bancaire. Celui, qui grâce aux dérivés de crédit, vient de se départir du risque, peut se heurter à un problème d'*aléa moral* et être moins attentif au risque du *ducroire* dans la mesure où il l'assure. Géographiquement, il se peut aussi que des risques financiers initiés ici (par exemple aux Etats-Unis) soient assumés ailleurs (pays européens ou émergents). Il est aussi susceptible de se concentrer à l'excès sur certaines contreparties »⁷⁷.

La liste est loin d'être exhaustive, mais elle suffit à comprendre l'ampleur du changement structurel opéré à l'échelle mondiale et dont l'importance des défaillances et des dérives humaines sous-jacentes ne peut qu'avoir une ampleur cataclysmique.

⁷⁶ BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel Op.cit., 45.

⁷⁷ Ibid., p. 48 et 49.

2.2. Volatilité et instabilité des marchés

L'innovation ayant été particulièrement dominée par une expansion de l'ingénierie financière axée sur les produits dérivés (plus particulièrement sur les dérivés de crédit) est devenue tellement sophistiquée (mathématisation excessive, utilisation de technologies de pointes et des logiciel extrêmement complexes) que cela à favorisé une grande asymétrie d'information entre les investisseurs⁷⁸ et à terme son opacité pour certains. C. à d. qu'il est devenu de plus en plus difficile pour la majorité des intervenants sur les marchés de valoriser correctement les actifs en circulation. Ce qui a évidemment beaucoup favorisé l'action des spéculateurs qui s'en sont donné à cœur joie.

Depuis, la volatilité des marchés s'est envolée, rendant les marchés capricieux, instables et par la même toute démarche d'investissement extrêmement risqué. « D'un point de vue théorique, les conséquences des innovations financières sur la volatilité des marchés dépendent, en fait, des hypothèses concernant les imperfections financières. En général, l'effet induit par l'introduction de nouveaux produits financiers n'est favorable que si elle favorise la participation des investisseurs informés. L'augmentation de la spéculation via les marchés à terme a un effet déstabilisant lorsque certains agents ont une information imparfaite ; les autres agents sur-réagissent alors à ce qu'ils croient être des informations privilégiées ce qui a un effet déstabilisant »⁷⁹.

Plus encore, « 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 le cours boursier. L'économiste J. Bradford DeLong⁸⁰ a pourtant montré que 20% de la volatilité sur les marchés financiers pouvait être attribuée à ces derniers... »⁸¹.

⁷⁸ Une nouvelle génération d'investisseurs a été formée et recrutée par les banques les plus puissantes au monde à l'image de Goldman Sachs. Ceux-ci sont des ingénieurs financiers, triés au volet, hautement formés en informatique, en méthodes numériques, en probabilité et en mathématiques de pointe. Ils sont communément nommés, les « Quants ». Voir à ce sujet un documentaire d'exception qui leur est dédié au titre de « Quants: The Alchemists of Wall Street ».

⁷⁹ BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, Op.cit., p. 49.

⁸⁰ Lire : DeLONG J. B., SCHLEIFER A., SUMMERS L. H., WALDMANN R. J., «Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation», *Journal of Finance*, 1990, n°45, pp. 379-395.

⁸¹ KABBAJ Thami, Op.cit. p. 58.

Le danger est que la volatilité a largement accentué l'instabilité des marchés. Shiller a dans deux études publiées en 1981⁸² et en 1984⁸³, été l'un des premiers à attirer l'attention sur le phénomène de volatilité excessive des marchés. Ainsi, il a tenté de voir si les variations des dividendes (qui représentent la principale variable censée expliquer la valeur des actions dans la théorie traditionnelle) étaient en mesure d'expliquer les fluctuations des cours des actions. A cet effet, il a examiné la relation entre la variance des prix de marché et la variance de la valeur fondamentale des actions. La valeur fondamentale étant calculée à partir de la chronique des dividendes passés en utilisant le modèle de Gordon-Shapiro.

De cette façon, il démontre que la volatilité des prix de marché est vraisemblablement très supérieure à celle de la valeur fondamentale, ce qui dévoilerait l'excessive volatilité des marchés et leur comportement irrationnel. Ces propos représentent une attaque directe à l'égard de la théorie de l'efficacité des marchés et à leur rationalité. Ce qui a été le déclencheur de grands débats dans les milieux académiques et suscitant de plus en plus d'interrogations.

C'est à partir de là que des observations et de multiples travaux empiriques commencent à mettre en évidence l'existence d' « anomalies » sur la formation des prix des actifs et sur le rendement de ceux-ci. Cela a été le début d'une controverse portant sur cette théorie pourtant communément admise par tous durant de nombreuses années.

2.3. Anomalies sur les marchés financiers

A partir des travaux empiriques ayant eu pour but de traquer le moindre écart entre l'EMH et les données constatées sur le marché, une palette de multiples anomalies a été relevée et mise à jour. Aussi, il est à important de signaler que par « anomalies », nous voulons faire référence à toutes « différences significatives et persistantes entre les

⁸² SHILLER R. J., «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes of dividends», *American Economic Review*, vol. 71, 1981, pp. 421-436.

⁸³ SHILLER R. J., « The use of volatility measures in assessing market efficiency », *Journal of Finance*, vol. 36, 1984, pp. 291-304.

rendements observés et les rendements théoriques calculés sur la base du modèle d'évaluation (CAPM) »⁸⁴.

En nous appuyant sur les écarts mis en évidence dans la littérature financière, sur les études expérimentales en laboratoire ainsi que sur des analyses empiriques portant sur la composition des portefeuilles d'investisseurs individuels, notre objectif sera de faire une revue non pas exhaustive mais aussi représentative que possible des anomalies ayant été relevées et admises par la communauté scientifique, jusqu'à ce jour sur les marchés financiers. En effet, nous pensons que les différentes anomalies persistantes impactent directement sur les marchés financiers par des fluctuations excessives. Sinon, comment pourrions nous expliquer une volatilité exacerbée sur certains titres financiers dont les référents réels présentent pourtant une bonne stabilité ?

Le but global étant non seulement la mise en évidence du fait que la seule constatation de l'existence de ces comportements anormaux et irrationnels est une remise en cause du paradigme d'efficience même mais aussi de mettre en exergue la pertinence de certains questionnements que tout investisseur devrait se poser pour chacune de ces anomalies constatées tels : aurait-il été possible d'en profiter pour faire systématiquement des profits anormaux ?

2.3.1. L'effet jours de semaine

De nombreuses études ont constaté l'existence d'effets saisonniers dans les taux de rentabilité des actions, les premières études ayant été publiées par French⁸⁵ en 1980 ainsi que par Gibbons et Hess⁸⁶ en 1981. Ces études mettent en relief des différences statistiquement significatives entre les rentabilités des jours de la semaine. Cette constatation signifierait qu'un investisseur ayant acheté des actions à la clôture du lundi pour les revendre le vendredi à la clôture, pourrait être gagnant à l'effectuation de cette transaction de façon systématique.

⁸⁴ AKTAS Nihat, Op.cit., p.25.

⁸⁵ FRENCH K. R., « Stock Return and Week-end Effects », *Journal of Financial Economics*, Mars 1980, pp. 55-69.

⁸⁶ GIBBONS M. R., HESS P., « Day of the Week Effects and Asset Returns », *Journal of Business*, October 1981, pp. 579-596.

2.3.2. L'effet janvier

Selon les conclusions des études faites sur cet effet, les rentabilités pouvant être obtenues lors de ce mois de janvier se révèlent être plus élevées que celles des autres mois de l'année. Les explications sont différentes mais celle qui ressort le plus souvent du lot est que les agents ont tendance à percevoir dans tout début d'année le commencement d'un tout nouveau départ avec tout ce que cela comporte d'optimisme inconsciemment véhiculé par leurs agissements.

2.3.3. L'effet petite firme

Banz⁸⁷ dans un article publié en 1981, fut le premier à mettre en évidence un effet « petite firme ». Cet effet signifiant que les taux de rentabilité observés sur les petites capitalisations étaient en moyenne supérieurs à ceux des grandes.

2.3.4. L'impact de l'incorporation d'un titre dans les indices

De quelle façon expliquer sur la base des fondamentaux que la valeur d'une entreprise se voit modifiée par son incorporation ou sa sortie d'un indice ?

Dû à l'importance des grands indices ainsi qu'à l'attrait croissant pour la gestion dite indicielle⁸⁸, le constat ayant été effectué lors d'études sur ce phénomène serait que lorsqu'un titre fait son entrée dans un indice ou en sort, son cours se voit bénéficier respectivement d'une hausse ou d'une baisse. De plus, Schleifer⁸⁹ démontre dans une étude publiée en 1986 que cette hausse peut atteindre 3%. Constat en totale contradiction avec l'EMH, qui enseigne que les actions sont de parfaits substituts entre elles.

⁸⁷ BANZE R.W., « The Relationship Between Return and market Value of Common Stocks », *Journal of Financial Economics*, vol. 9, 1981, pp. 3-18.

⁸⁸ Ce qui signifie qu'un gérant cherche à reproduire la performance d'un indice.

⁸⁹ SCHLEIFER Andrei, « Do Demand Curves for Stocks Slope Down? », *Journal of Finance*, vol. 41, 1986, pp. 579-590.

2.3.5. L'introduction en bourse

Les introductions en bourse (*Initial Public Offering* ou IPO), représentent également un moment propice pour les observateurs de phénomènes difficilement explicables par l'EMH. De nombreuses études ont relevé des anomalies lors de ces introductions, dont certaines mettent clairement en évidence le fait que des sociétés introduites pour la première fois sont dans la majorité des cas sous évaluées. Ibbotson⁹⁰ montre dans une étude publiée en 1975 que ce phénomène se traduit par des taux de rentabilité à court terme statistiquement supérieurs aux marchés. En l'occurrence, cela signifie qu'il serait possible de réaliser des gains lors d'un achat systématique de titres nouvellement introduits. Ce qui ne semble pas être le cas pour le long terme (5 ans), car dans ce cas précis, les actions des IPO sous-performent par rapport au marché.

Diverses explications peuvent être fournies pour justifier la sous-évaluation à l'introduction telle qu'une volonté des dirigeants de réussir l'opération d'introduction par l'affichage de prix attractifs, ou un engouement systématique des investisseurs pour ces actions.

Cette mise en évidence de comportements anormaux et la confirmation de l'existence d'investisseurs à comportement irrationnel n'a pas été suffisant pour convaincre les partisans de l'efficacité des marchés, qui défendent toujours avec ferveur la véracité et la tenabilité de leur paradigme face à cet argumentaire en soulignant que « l'efficacité des marchés ne nécessite pas que chaque individu ait une rationalité parfaite, il suffit que l'interaction entre les investisseurs conduise à des cours qu'on ne puisse distinguer de ceux qui se seraient formés si tous les individus étaient dotés d'une rationalité parfaite. Autrement dit, ils supposent sur la base de l'arbitrage que les marchés conduisent à éliminer les individus irrationnels. Le débat se déplace donc du niveau du comportement individuel au comportement collectif »⁹¹.

⁹⁰ IBBOTSON R. G., « Price performance of Common Stock new issues », *Journal of Financial Economics*, 1975, vol. 3, pp.235-272.

⁹¹ ALBOUY Michel et CHARREAUX Gérard, « La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ? », *Revue Française de Gestion*, 2005/4, n° 157, p. 141.

Section 2 : Limites et failles de la finance de marché

Durant ces dernières années, certaines affirmations issues de la théorie financière classique telles que l'efficacité des marchés et l'analyse fondamentale ont été fortement critiquées. Leur pertinence est remise en cause par les nombreuses observations de scandales financiers, d'erreurs de pronostics des plus réputés analystes financiers, et de nombreuses faillites de colossaux groupes financiers et gestionnaires de fonds. Ceci est la preuve flagrante des limites de ces méthodes et de leur incapacité à expliquer, et encore moins à anticiper, des mouvements de plus en plus volatils, des krachs de plus en plus violents et des bulles financières à répétition.

1. Principales critiques des fondements de la finance classique

Ainsi, il s'agira dans ce point de proposer un passage en revue des principales lacunes auxquelles, selon nous, la finance classique ne répond pas.

1.1. Remise en question de la théorie d'efficacité

Cette remise en cause s'est en quelque sorte imposée d'elle-même à partir de la constatation de phénomènes qualifiés d'« anomalies » à l'efficacité. La dénomination, anomalie étant due au simple fait que leur existence même ne peut être expliquée par les préceptes enseignés dans l'hypothèse d'efficacité des marchés. Ainsi, ces phénomènes ayant attiré l'attention des chercheurs, ont fait l'objet dès les années quatre vingt d'études empiriques remettant en cause, par leurs résultats et de façon radicale, les précédentes conceptions touchant à un rééquilibrage systématique des marchés financiers immédiatement après l'introduction de chaque information nouvelle.

Nous pouvons illustrer nos dires à travers deux grands paradoxes auxquels la finance de marché reste muette. En effet, étant donné que les marchés par leur qualité d'efficacité intègrent à chaque instant toute l'information disponible, Fama affirme qu'il est impossible de gagner contre le marché. Pour simple raison qu'une information systématiquement incorporée dans les prix ne pourra plus être exploitée en vue d'un

quelconque profit anormal. C'est ce qui avait déjà été postulé par Bachelier en ces termes : « l'espérance mathématique du spéculateur est nulle ».

Cette idée ne signifie pas que le spéculateur ne pourra jamais réaliser des gains en pariant sur l'évolution future des cours, mais qu'il pourra réaliser des pertes aussi souvent que des gains faisant qu'à long terme sa cagnotte se retrouvera à l'équilibre, c.à.d. zéro. « Nous sommes ainsi dans un cadre où les prix des actifs financiers résultent d'une multitude d'informations peu dépendantes les unes des autres, c'est-à-dire un cadre gaussien, permettant l'utilisation de la fameuse courbe de Gauss »⁹².

Cela dit, nous sommes obligés de nous poser la question de savoir de quelle façon l'information pourrait être instantanément intégrée dans le prix des actifs ? A cette interrogation, les défenseurs de cette approche postulent que « l'incorporation de l'information dans les prix résulte essentiellement de l'action des opérateurs bien informés et des conclusions tirées par des opérateurs moins bien informés, mais rationnels, de l'observation des marchés »⁹³.

Une vision critique portée à l'encontre de ce précédent constat mettrait en exergue le fait qu'il est question, afin que le processus d'intégration de l'information aux prix des actifs puisse se concrétiser, de la présence d'opérateurs « bien informés » et d'opérateurs « moins bien informés mais rationnels ». Cela signifie clairement que ces derniers adoptent un comportement suiviste et purement moutonnier. En d'autres termes, ces opérateurs « suivent les mouvements du marché sans se poser de questions... Des moutons disciplinés en quelque sorte »⁹⁴.

Un autre paradoxe survient à l'encontre de l'affirmation de Fama. C'est celui de l'intérêt même de la recherche à s'informer car qu'elle en serait l'utilité puisqu'il suffirait simplement de lire les cours ? Dans ce sens, « deux économistes célèbres feront même un raisonnement par l'absurde, connu sous le nom de "paradoxe de Grossman-Stiglitz"⁹⁵ : si les prix reflétaient parfaitement à tout instant l'ensemble de l'information

⁹² HERLIN Philippe, Op.cit., p. 35.

⁹³ PORTRAIT Roland, PONCET Patrice, « Finance de marché : Instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques », Editions Dalloz-Sirey, Paris, 2008, p.24.

⁹⁴ HERLIN Philippe, Op.cit.

⁹⁵ GROSSMAN Sanford, STIGLITZ Joseph, « On the impossibility of informationally efficient markets », *American Economic Review*, Vol. 70, n° 3, 1980, pp. 393-408.

disponible, il ne serait pas rentable de rechercher ou d'élaborer quelque information que ce soit, et à ce moment plus personne ne produirait ou n'interpréterait d'information, les prix n'incorporeraient alors aucune information et aucun prix d'équilibre ne pourrait se former ! »⁹⁶.

1.2. Critique de la rationalité parfaite de l'agent

Etant donné que la notion d'efficacité est grandement dépendante du principe de rationalité parfaite des investisseurs, il est tout à fait naturel de se pencher sur leurs comportements effectifs et sur leur supposée rationalité « irréprochable ». Aussi, « De nombreuses études statistiques montrent en effet que nombre de changements de prix ne sont ni un ajustement aux fondamentaux macro-économiques, ni une réaction à une information nouvelle relative à l'émetteur du titre, et que ces phénomènes sont beaucoup trop fréquents pour être tous attribuables à des "délits d'initié" »⁹⁷. Ce qui fait sérieusement douter de la rationalité ainsi que des aptitudes cognitives de l'ensemble des intervenants sur le marché.

Herbert Simon⁹⁸ a émis de fortes critiques envers l'économie dans sa vision traditionnelle, critiques principalement visées à l'encontre des hypothèses standards de rationalité. A cet effet, dans un célèbre article publié en 1956, Simon⁹⁹ dénonce ouvertement les modèles de choix rationnels ne tenant pas en compte les facteurs situationnels ainsi que les limites individuelles, tels que le temps et les capacités cognitives. Ainsi, durant les années cinquante, Simon a été le fondateur du concept dit de la rationalité limitée. Concept ayant par la suite investi les concepts comportementaux qui sous-tendent la prise de décision économique. La rationalité limitée, étant de cette façon devenue un concept fondamental de l'économie comportementale, s'est par la suite inscrite dans la finance comportementale afin de mettre en exergue que le preneur de décision et/ou l'investisseur sont limités par leurs valeurs, réflexes inconscients, compétences, et habitudes.

⁹⁶ HERLIN Philippe, Op.cit., pp. 35 et 36.

⁹⁷ AKTAS Nihat, Op.cit., p.30.

⁹⁸ Herbert Simon fut honoré par un Prix Nobel d'économie en 1978.

⁹⁹ Voir SIMON Herbert Alexander, « Rational choice and the structure of environments », *Psychological Review*, Vol. 63, 1956, pp. 129-138.

Il est d'ailleurs pertinent de signaler qu'il a été constaté et par la suite admis que la rationalité s'en trouve encore plus particulièrement limitée lors d'agissements en situation de risque et d'incertitude. Les recherches de Simon ont également fait ressortir le fait que le preneur de décision possède des informations et des connaissances limitées et ne recherche donc pas le choix à meilleur potentiel vu les ressources limitées et les enclins individuels. En principe, un investisseur sera enclin à satisfaire l'utilité financière plutôt que de la maximiser, acceptant un investissement satisfaisant en alternative à un choix optimal (qui est la maximisation du gain et la minimisation de la perte prônée comme base à la théorie financière standard).

De surcroît, les investisseurs font certaines fois preuve d'une flagrante subjectivité. En effet, «L'expérience montre que même les gérants professionnels de portefeuilles attachent la plus grande importance à la personnalité du P-DG d'une entreprise cotée, à son parcours et à l'histoire de l'entreprise dans leurs choix de titres. Leur credo est que les bons chefs d'entreprise font les bonnes valeurs. Aussi multiplient-ils les entretiens en tête à tête avec les P-DG et directeurs financiers et observent-ils à la loupe leurs parcours, l'histoire de l'entreprise et ses valeurs. »¹⁰⁰. Ce comportement sort clairement des barrières rationnelles d'évaluation objective des actions qui stipulerait une analyse minutieuse de sa valeur fondamentale à travers des chiffres clés conformément à ce qui est prodigué dans la théorie financière classique.

Nous pouvons donc clairement être en accord avec le fait qu'« investir ne relève pas d'une décision purement rationnelle, basée sur la seule analyse des "fondamentaux" que sont les taux, les bénéfices ou l'évolution du marché. Les analystes sont d'ailleurs de plus en plus nombreux à admettre l'influence de facteurs irrationnels, comme l'excès de confiance, le mimétisme, les erreurs de perception, ... sur la formation des cours de bourse »¹⁰¹.

¹⁰⁰ ALBOUY Michel, « Les histoires racontées aux actionnaires », *Revue française de gestion* 2005/6, n° 159, p. 215.

¹⁰¹ DE BROUWER Philippe, « La Finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur », *Finances Vecteur*, n°9, Septembre 2001, p. 14.

1.3. Critique du principe de l'information parfaite

Il est légitime de se poser des questions sur la « justesse » des prix et sur le fait que ceux-ci reflètent réellement ou non toute l'information disponible lorsqu'on sait que les différents opérateurs sur le marché « n'ont pas toujours accès à toute l'information leur permettant de faire des choix qui maximisent leur espérance d'utilité dans une situation d'incertitude. Il en va notamment ainsi pour les probabilités associées aux différents états de la nature qui vont impacter la rentabilité de leurs investissements. De plus, ils ne sont pas toujours capables d'analyser les décisions auxquelles ils sont confrontés compte tenu de leur complexité »¹⁰².

Plus encore, « l'information n'est pas une ressource gratuite et nécessite des coûts d'acquisition qui peuvent être élevés. C'est le cas de nombreux outils et services utilisés par les gestionnaires de portefeuille et les opérateurs des salles de marché. Il faut alors intégrer ce coût dans la définition de l'efficience, notamment pour tester sa forme forte»¹⁰³.

Aussi, l'hypothèse d'efficience des marchés stipule clairement que la variation des cours boursiers d'hier n'influenceront pas celles d'aujourd'hui et pas plus encore celles de demain, de telle sorte que chacune des variations est parfaitement indépendante de sa précédente. Face à cela, GRAHAM défend fermement que « le cours coté n'est que le prix marginal déterminé suivant les cas soit par l'opérateur le plus cupide soit par le plus anxieux ou le plus déprimé ; il est difficile de prétendre que le marché fixe les prix de façon rationnelle. De fait, les prix de marché n'ont bien souvent aucun sens »¹⁰⁴.

Nous voudrions soulever aussi le constat de la non transparence évidente de l'information et la difficulté croissante dans son traitement dû à une explosion des sources d'information. Prétendre que tous les intervenants ont simultanément accès à la même information, comme stipulé dans l'hypothèse de transparence parfaite de l'information, semble bien illusoire de nos jours (tant les délits d'initiés se font courants). Dans les faits, les actionnaires, les traders, les économistes les plus respectés

¹⁰² ALBOUY Michel, « Les histoires racontées aux actionnaires », Op.cit., pp. 215 et 216.

¹⁰³ GRANDIN Pascal, HÜBNER Georges, LAMBERT Marie, « Performance de portefeuille », Editions Pearson Education, Paris, 2006, p. 35.

¹⁰⁴ GRAHAM Benjamin, Op.cit, p. 329.

et même des analystes financiers de référence se sont retrouvés dans des situations où il leur a été impossible d'avoir réellement accès à une information fiable afin d'identifier au bon moment les fragilités de nombreuse multinationales, fallacieusement réputées de solides, tels que Vivendi Universal, Parmalat, Worldcom, Enron... etc. Et ces cas font légion.

Comme l'a souligné Frédérique Compin, lors du 24ème Congrès de l'association francophone de comptabilité, « 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 »¹⁰⁵.

Nous avons choisi d'illustrer cette constatations à travers le cas emblématique de la faillite d'Enron en 2001, présenté dans l'encadré ci-après. Car celui-ci met clairement en évidence l'opacité de l'information générée par les innovations comptables¹⁰⁶ ainsi que les insuffisances du système financier. Le fait est que nous tenons à mettre en exergue, qu'il ne s'agit non plus seulement d'une manipulation comptable de l'information mais également de la façon de la présenter à un marché. Certains attribuent à cette pratique le nom d'*art oratoire*.

¹⁰⁵ COMPIN Frédéric, «L'art oratoire dans le domaine comptable induit-il un risqué spécifique?», 24^e Congrès de l'association francophone de comptabilité, 2003.

¹⁰⁶ Nous pouvons définir la *comptabilité créative* ou autrement dit, l'innovation comptable comme une technique visant à manipuler les comptes de telle manière à les présenter de façon beaucoup plus favorables que leur état réel. C'est également l'utilisation de vides juridiques afin de présenter des comptes favorables à l'entretien de l'image de la société.

Encadré n° 1 : Enron, lorsque les analystes financiers perdent pied

Afin d'illustrer à quel point ces acteurs majeurs dans la scène financière internationale font de plus en plus preuve d' « irrationalité » dans leur comportement et contribuant de ce fait au creusement d'un écart flagrant entre la valeur fondamentale et la valeur réelle ainsi que la désillusion complète créée à cause de leurs recommandations, nous pouvons citer l'exemple d'Enron.

En fait, la valeur boursière de celle-ci avait atteint les 150 milliards de dollars selon les estimations des analystes. Cette valeur boursière faisait face à une valeur comptable ne dépassant pas les dix milliards de dollars. Pis encore, dans un rapport¹⁰⁷ de douze pages publié le 24 octobre 2001, les analystes de la très réputée banque Goldman Sachs, dressent avec la plus grande conviction un portrait très élogieux de la société, émettant à l'égard de ses titres de très vives recommandations. Leur confiance est telle qu'ils en arrivent jusqu'à ériger un argumentaire très élaboré justifiant la sous-évaluation du titre sur les places boursières. Ils affirment même par ces mots : « 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 ».

En fait, le cours ayant enregistré une baisse et ayant atteint les 33 \$, s'est effondré pour atteindre trois mois plus tard moins d'un dollar, alors que les analystes financiers avaient donné, à cette période, un objectif de cours à 48 \$.

Ce cas illustre bien que la rationalité n'est pas toujours au rendez-vous, et que les émotions- dans ce cas précis l'excès de confiance- prennent souvent le dessus. Tout particulièrement dans des phases d'euphorie ou de panique des marchés. Lors de ces situations, tout le monde peut laisser parler ses faiblesses humaines et être victime de ses émotions, y compris les analystes eux-mêmes.

¹⁰⁷ CHOPRA Suraj P., FLEISCHER David N. and *al.*, « Enron Corp: Still the best of the best », Goldman Sachs report, 24th October 2001.

2. Nouvelle perception du risque dans un environnement en mutation

Dans l'environnement extrêmement agité et précaire que traversent actuellement les marchés, « on peut penser que les investisseurs n'ont pas toujours une bonne appréciation des risques qu'ils prennent en décidant d'investir dans tel ou tel actif... À titre d'illustration de cette mauvaise appréciation des risques, citons le cas de certains individus qui ont le *sentiment* que lorsque dans un jeu de pile ou face l'un des côtés est sorti plusieurs fois de suite (par exemple 6 fois), la probabilité pour que l'autre côté sorte est supérieur à 50 %, comme si cette face avait un retard à rattraper sur l'autre ; ce qui est évidemment faux si la pièce n'est pas pipée »¹⁰⁸. De nombreux sentiments dénués de toute rationalité emplissent de plus en plus les marchés faisant qu'il n'est plus aussi pertinent de s'en remettre à certains mécanismes sensés être des plus évidents.

2.1. Mise en doute du rôle des arbitragistes

En principe, un marché parfait serait un marché dans lequel il ne pourrait y avoir aucune opportunité d'arbitrage. Mais étant donné que le marché peut présenter quelques signes d'inefficiences, qualifiés par les fervents défenseurs de la théorie néo-classique de, « légers » - d'où le classement par degrés d'efficacités - c'est ici que la fonction de l'arbitragiste prend logiquement tout son sens. En temps normal, ce dernier, qui doté d'une rationalité jugée parfaite, repère et intervient sur les marchés pour réduire toute poche d'inefficacité subsistante. Avec cette action, l'arbitragiste contribuera ainsi à stabiliser le marché en ramenant les prix à leur valeur fondamentale de façon systématique dès que ceux-ci s'en éloignent.

Dans la réalité, cette action d'arbitrage n'est pas aussi simple que dans la théorie. En effet, dans ces marchés de plus en plus turbulents où les écarts par rapport aux fondamentaux sont excessifs et bien souvent durables, l'activité d'arbitrage devient de plus en plus risquée. Cela trouve sa raison dans le fait que les envolées haussières ou baissières de tout un secteur ou toute une classe d'actifs, avec quelques fois la formation de « bulles spéculatives », mettent l'arbitragiste face à une impossibilité de trouver des actifs de substitution. De plus, le risque de durabilité de

¹⁰⁸ ALBOUY Michel, « Les histoires racontées aux actionnaires », Op.cit., p. 217.

cette tendance, le risque de concurrence (course aux gains rapides), l'imprévisibilité et surtout l'impossibilité de prévoir l'éclatement de celle-ci, le découragera à aller à contre sens du marché même s'il est parfaitement conscient du déséquilibre général. Le plus avantageux pour lui, le plus souvent, serait même de suivre la tendance et de sortir de sa position avant l'éclatement de la bulle spéculative.

En plus de tous ces obstacles, certains auteurs tels que Summers¹⁰⁹ postulent que les arbitragistes peuvent même ne pas être réellement capables de discerner la valeur intrinsèque des prix et leur précision dans l'estimation de la valeur fondamentale peut ne pas toujours être fiable dans certaines circonstances agitées. La raison est que ceux-ci peuvent quelques fois faire confiance au marché dans certains raccords des prix et manifester des difficultés de décryptage de certains signaux importants qu'ils prennent parfois pour superflus ou tout simplement dus à des réajustements rationnels provenant du marché.

2.2. Mise en doute de la fiabilité de l'analyse fondamentale

Etant donné que la viabilité de l'analyse fondamentale est construite sur une information transparente, diffuse et parfaitement représentative de la valeur intrinsèque des actifs sur le marché, nous sommes obligés de nous poser la question de sa pertinence. En fait, comment les fondamentaux, qui sont supposés guider les investisseurs de façon optimale dans leurs choix, pourraient rester de référence lorsqu'on observe que des cours boursiers sont, couramment et durablement, en déconnexion flagrante par rapport à la valeur fondamentale, et cela sans raison évidente ?

Nous sommes de ce fait forcés d'observer que l'analyse fondamentale a des limites. Celles-ci venant du fait que la conception même de l'efficience ignore des réalités telles que les coûts de l'information, les coûts de transaction aussi bien que l'influence des opérateurs irrationnels sur l'évolution des cours. En ce sens, des économistes de grande renommée, plus particulièrement Stiglitz et Grossman¹¹⁰, ont

¹⁰⁹ SUMMERS L.H., « Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values ? », *Journal of Finance*, 1986, vol. 41, n° 3, pp. 591-601.

¹¹⁰ GROSSMAN Sanford, STIGLITZ Joseph, Op.cit.

abouti après de nombreuses années de recherches sur le constat que l'analyse fondamentale portait en elle même les *germes de sa faiblesse*. Le raisonnement peut être synthétisé de la manière qui suit. Dans la logique néo-classique, l'efficience informationnelle implique systématiquement que la finance soit un juste reflet de l'économie productive. Dès lors si tous les intervenants sur les marchés ont accès à la même information, et que cette dernière est automatiquement répercutée sur les prix et dans l'évolution des cours, alors toute recherche d'information sera éliminée vue qu'il n'y a aucun intérêt à payer les coûts d'une information déjà comprise dans les prix. La rationalité de l'investisseur se trouvera donc totalement modifiée de celle enseignée par les préceptes, car dans les faits le prix ne reflète pas toujours toute l'information disponible.

A cela nous pouvons souligner l'aspect décisif d'une évaluation correcte de la valeur d'un actif financier dans toute démarche respectant la logique de l'analyse fondamentale. Connaître la « vraie » valeur d'un actif financier est un impératif à tout intervenant sur le marché. Cela permettra de savoir si un actif est sous-évalué (ce qui signifie qu'il sera enclin à s'apprécier dans le temps et qu'il est gage de profits à venir) ou au contraire surévalué (celui-ci sera à l'inverse enclin à la dépréciation et une perte de sa valeur). Aussi, un actif financier est communément défini comme « un titre ou un contrat, que l'on peut acheter ou céder sur un marché financier, et qui est susceptible de produire des revenus et/ou un gain en capital, en contrepartie d'une certaine prise de risque¹¹¹. Un objet abstrait donc, que l'on a la liberté d'acheter et de vendre, qui peut prendre de la valeur mais qui recèle une certaine incertitude. »¹¹². Toute la subtilité est là, car il peut s'avérer particulièrement délicat d'évaluer cet actif avec une parfaite exactitude. Pendant ce temps, la théorie néo-classique reste sur l'idée de pouvoir cerner la notion de valeur d'un actif financier dans ce qui suit : techniquement parlant, « on définit la valeur d'un actif financier comme la somme actualisée de ses rendements futurs, c'est-à-dire ce que vaut aujourd'hui l'ensemble des revenus que va générer le titre au cours de sa vie »¹¹³. Cette conception est directement issue de ce qui a été à l'origine le calcul du prix des

¹¹¹ En accord avec la fonction risque-rentabilité, un revenu élevé est équivalent la plupart du temps à une sérieuse prise de risque.

¹¹² HERLIN Philippe, Op.cit., p. 22.

¹¹³ Ibid.

obligations (du fait qu'elles représentaient l'actif prépondérant au XIX^e siècle). Or, ce procédé est spécifiquement conçu afin de répondre aux caractéristiques de ces dernières. En ce sens, les obligations génèrent des rendements réguliers et pouvant être connus d'avance, aussi appelés coupons. Ce qui implique que le risque était très limité et ne dépendait globalement que de deux variables¹¹⁴ :

- A.** La qualité de la signature de l'émetteur (des obligations), aisée à garantir en se reposant sur des institutions reconnues ;
- B.** Le niveau d'inflation, lui aussi relativement facile à circonscrire car au XIX^e siècle – avec l'étalon-or et l'absence de banques centrales- les anticipations d'inflation étaient très différentes d'aujourd'hui et, dans un sens, plus sûres, moins aléatoires, plus « mécaniques ».

Appliquer donc cette même logique dans le calcul de la valeur des actions semble être illusoire. Les actions ne distribuant à la base que des dividendes et non des coupons réguliers sont qui plus est émises par des entreprises et non par des institutions. Cela rend l'évaluation de la qualité de signature de l'émetteur beaucoup plus complexe d'autant que ses cours marquent de plus fortes amplitudes de variation. Malgré toutes ces dissemblances, le même calcul est appliqué pour les deux et les dividendes annuels sont toujours assimilés aux coupons, conformément à la formule simpliste de Gordon-Shapiro¹¹⁵ :

$$P = D / (r - g)$$

P : valeur théorique de l'action

D : dividende annuel

r : taux de rendement attendu par les actionnaires

g : taux de croissance annuel des dividendes

¹¹⁴ HERLIN Philippe, Op.cit., pp. 22 et 23.

¹¹⁵ Pour plus amples approfondissements, se reporter à leur publication: GORDON M., SHAPIRO E., « Capital equipment analysis : the required rate of profit », *Management Science*, 1956, n° 3, pp. 102-110.

Cette même simplicité caractérisant cette formule la rend intrinsèquement inemployable. Pour cause, les variables y sont supposées toutes comme stables alors que cela n'est pas vérifié sur le terrain. Aucune entreprise n'a versé un dividende identique d'année en année. Bien au contraire, la rentabilité des sociétés est très variable et les surprises sont chose courante pour les opérateurs de marché. Plus important encore, cette formule a ignoré une variable essentielle : le risque ! Alors que celui-ci fait partie intégrante du marché et y est constamment présent.

Ainsi, nous pouvons dire que certes, l'analyse fondamentale permet de voir plus clair dans les grandes mouvances du marché mais elle n'explique pas tout. Ses limites deviennent de plus en plus importantes, « les causes sont souvent obscures, difficilement connaissables, noyées dans une masse d'informations, elles peuvent être mal interprétées, ou se révéler incohérentes (les mêmes causes ne produisent pas toujours les mêmes effets, il faut tenir compte du contexte) »¹¹⁶.

2.3. Naissance d'un cercle vicieux

Tout est lié ! Les différents principes et hypothèses composant l'édifice de la théorie néo-classique des marchés financiers, dans son intégralité, sont entremêlés et sont tous aussi nécessaires les uns que les autres à l'équilibre de l'ensemble de la construction.

Pour commencer, la loi de l'offre et de la demande est le ciment du fonctionnement de l'économie de marché et est un aspect décisif de l'information dans la formation des prix. En effet, c'est de la confrontation permanente de l'offre et de la demande sur les différents marchés que naissent les prix. Si bien que la notion de prix revêt à son tour une dimension décisive. Pour cause, cette dernière joue un rôle informationnel déterminant et représente la clé à laquelle l'agent parfaitement rationnel se réfère en permanence afin de prendre une décision et d'allouer de façon optimale ses ressources. Le prix joue également le rôle de signal dans la théorie néo-classique car il véhicule dans sa formation toute l'information nécessaire à l'investisseur dans sa prise de décision.

¹¹⁶ HERLIN Philippe, Op.cit., p. 24.

Dans cette conception, il va de soit que les prix doivent absolument refléter toute la réalité économique et doivent toujours être en parfaite concordance avec la valeur fondamentale sur le long terme¹¹⁷ ou du moins l'avoisiner. L'analyse fondamentale quant à elle vient par la suite appuyer la concrétisation de l'hypothèse de l'efficience des marchés, car la valeur fondamentale favorise l'efficience dans les marchés financiers au travers de la circulation d'une information fidèle à la valeur intrinsèque des actifs et une évaluation sûre de ceux-ci. L'application de la valeur fondamentale dans l'évaluation des actifs favorisera par là la stabilité du marché et la réduction des écarts entre la valeur intrinsèque des actifs et celle qui leur est attribué sur le marché, car tout agent rationnel utilisera l'information disponible en vue de faire un arbitrage. Ce qui à terme résorbera cet écart.

Face à ce maillon idéal, la réalité est toute autre et « 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 »¹¹⁸. Les défenseurs de l'analyse fondamentale, mettent en avant l'argument de l'irrationalité de « certains » opérateurs uniquement. Ceci-dit cet argument ne saurait être en accord avec la conception toute entière du modèle néo-classique et encore moins de l'analyse fondamentale qui en est issue puisque dans cette acception, l'investisseur n'est pas supposé agir de manière irrationnelle, et même en admettant la probabilité de l'existence d'un nombre réduit d'investisseurs irrationnels, leur influence est supposé minime, ce qui fait qu'il est – supposé - impossible de relever des écarts importants et durables entre la valeur fondamentale et les cours réels.

Tout le maillon s'effondre donc et un écart en entraînant un autre, n'est-il pas dangereux de persister à se fier exclusivement à la mécanique bien rodée de la théorie ? Tous ces facteurs de faille que nous avons cités plus haut, qui pendant longtemps ont été sciemment ignorés, ont selon nous contribué à l'apparition de nombreuses anomalies et défaillances sur les places financières du monde entier. Et l'analyse fondamentale s'en ai vu dépouillée de toute sa consistance tout autant que l'hypothèse d'efficience dans son intégralité.

¹¹⁷ Il est admis que des écarts dans le cours terme peuvent exister.

¹¹⁸ KABBAJ Thami, Op.cit, p.61.

Conclusion

L'innovation financière a été largement promue par les défenseurs de la doctrine libérale comme étant un mouvement de modernité nécessaire au développement sain des économies de marché. Plus encore, « les innovations financières contribueraient, théoriquement, à l'efficacité des marchés. Cela passe par une diminution des coûts de transaction, une meilleure liquidité des marchés, des incitations à la collecte et à la diffusion d'informations »¹¹⁹. Or, ce qui avait pour objectif de départ une amélioration du fonctionnement du système financier à travers la facilitation du développement du crédit sur les marchés financiers internationaux ainsi que la diminution du risque grâce à sa meilleure répartition entre les différents agents a eu tout l'effet inverse.

Les recherches concluantes durant les années soixante-dix de la finance néoclassique, et le développement de ses premières études économétriques réalisées au sein de l'« Ecole de Chicago » et encore plus particulièrement au CRSP (Center for Research in Security Prices) ont largement conforté la pertinence de l'hypothèse d'efficacité dans les marchés financiers réels.

Tel n'est plus le cas aujourd'hui. En effet, la théorie néoclassique des marchés financiers a progressivement commencé à vaciller au rythme de publications de tests empiriques invalidant les prédictions et les préceptes du modèle théorique. Ces tests n'ayant cessé de s'accumuler, **la finance quantitative s'est retrouvée face à une réelle incapacité à expliquer certains phénomènes en totale contradiction avec ses préceptes. C'est ce que la finance comportementale tente de corriger.**

¹¹⁹ Tiré du site web: www.lexinter.net. Date de consultation, le 15.05.2012

Conclusion à la partie 1

Les grands fondements de la finance de marché, ayant été dictés pour la plupart dans les années cinquante, ont été conçus et validés pour un monde que l'on pourrait qualifier de symétrique et gaussien. Ils ne peuvent plus, selon nous, être concrètement applicables dans un environnement, pour le moins et avec tout euphémisme, entièrement différent de l'ancien. **Tenir à ces références rigides et les appliquer systématiquement pourrait se révéler extrêmement imprudent.** En cause, la période de leur validation offrait un environnement stable dans lequel la volatilité était sous contrôle et les crises systémiques un événement très rare.

Avoir souligné les différentes anomalies ayant permis la remise en cause du paradigme dit d'efficacité des marchés financiers, en relevant les faiblesses constatées sur ces derniers, va nous amener par la suite à porter une attention toute particulière sur l'avènement de la réflexion portant sur une finance abordée sous l'approche dite comportementale. Une nouvelle vision qui s'est développée ces dernières années afin de répondre à certaines interrogations restées encore sans réponses.

En effet, la finance comportementale a petit à petit commencé à se frayer, tout au long des cinquante dernières années, une place au sein de la communauté académique. Cette discipline a finalement pu assoir son adhésion par l'attribution du Prix Nobel d'économie conjointement en Octobre 2002 à Daniel Kahneman (psychologue de formation) et à l'économiste de renommée mondiale, Vernon Smith¹²⁰ pour leurs travaux en économie expérimentale et de psychologie en matière de prise de décision. Ceux-ci sont considérés comme les pionniers et les premiers défenseurs de la finance comportementale.

Nous nous consacrerons de ce fait dans cette seconde partie à en présenter la conception globale et la vision totalement nouvelle en ayant résulté.

¹²⁰ Vernon Smith est un des plus salués précurseurs de l'économie expérimentale. Qui permet enfin de pouvoir tester en laboratoire un grand nombre de modèles économiques en fournissant la quasi-totalité des conditions réelles.

PARTIE 2

LA FINANCE COMPORTEMENTALE

NOUVEL OUTIL DE DECRYPTAGE DES MARCHES

Introduction à la partie 2

« Il est souvent difficile de remettre en question ce qui nous a été enseigné et que nous utilisons depuis de nombreuses années. Par conviction, habitude, appartenance à un courant de pensée ou encore facilité ? Ou plutôt par manque de courage, de curiosité ou de pragmatisme ? »¹²¹

La remise en cause des dogmes d’hier n’est pas chose aisée. Le fait est que « dans un monde nécessitant une continuelle adaptation et remise en question, il convient aujourd’hui plus que jamais de reconsidérer notre manière d’investir, et de poser un regard parfois critique sur les théories financières basées la plupart du temps sur des hypothèses fragiles. Il apparaît aujourd’hui de plus en plus évident que les mouvements de marché ne peuvent plus être entièrement expliqués par ces théories et que de nouvelles voies doivent être explorées»¹²².

C’est ce que nous allons tenter de comprendre dans cette seconde partie dans laquelle il sera décisif de démontrer et de justifier **s’il est vraiment nécessaire pour les opérateurs de marché de reconcevoir leur investissement dans un monde où la psychologie affecte les décisions financières.**

En ce sens, il s’agira dans un premier chapitre de la présentation et l’introduction de la discipline de la finance comportementale et de la vision nouvelle qu’elle apporte à toute analyse des marchés. Pour passer en second lieu à l’apport de l’analyse psychologique des marchés de sorte à mettre en évidence la nécessité de cette nouvelle approche. Chose que nous allons illustrer à travers l’étude du cas de l’introduction de Facebook en bourse et l’analyse de l’évolution du cours de l’action sur le marché.

¹²¹ SNOPEK Lukasz, Op.cit., p. 19.

¹²² Ibid.

Chapitre 1 : Finance comportementale et psychologie de l'investisseur

Introduction

Les nombreuses découvertes d'anomalies boursières qui ont alimenté les critiques envers la finance classique ont de la même façon favorisé l'émergence et la profusion de multiples tentatives d'explications du fonctionnement du marché ainsi que de diverses propositions alternatives à l'hypothèse d'efficience. Ces explications sont d'ailleurs pour la plupart issues d'autres disciplines que la finance. Cela a d'ailleurs eu pour bienfait de doter la finance d'une transdisciplinarité enrichie par de nouvelles approches originales. Depuis, la finance s'est vu analysée sous les éclairages de la sociologie, la physique, la génétique, la neurologie, la psychanalyse ou encore de la psychologie.

Dans ce présent chapitre, nous avons choisi de porter une attention toute particulière à l'explication psychologique du fonctionnement des marchés financiers. Cette discipline est qualifiée de « finance comportementale ».

Ce choix ne trouve pas sa justification dans l'engouement récemment exprimé par une communauté financière qui ne fait que croître, en raison de la multiplication des publications dans des revues de grande renommée ou encore du fait qu'elle a été sur les devants de la scène lors de l'incompréhension de la bulle internet de 2000. Mais parce que nous voulons dévoiler le potentiel insoupçonné de cette discipline et son aptitude à révolutionner l'appréhension du processus humain de prise de décision.

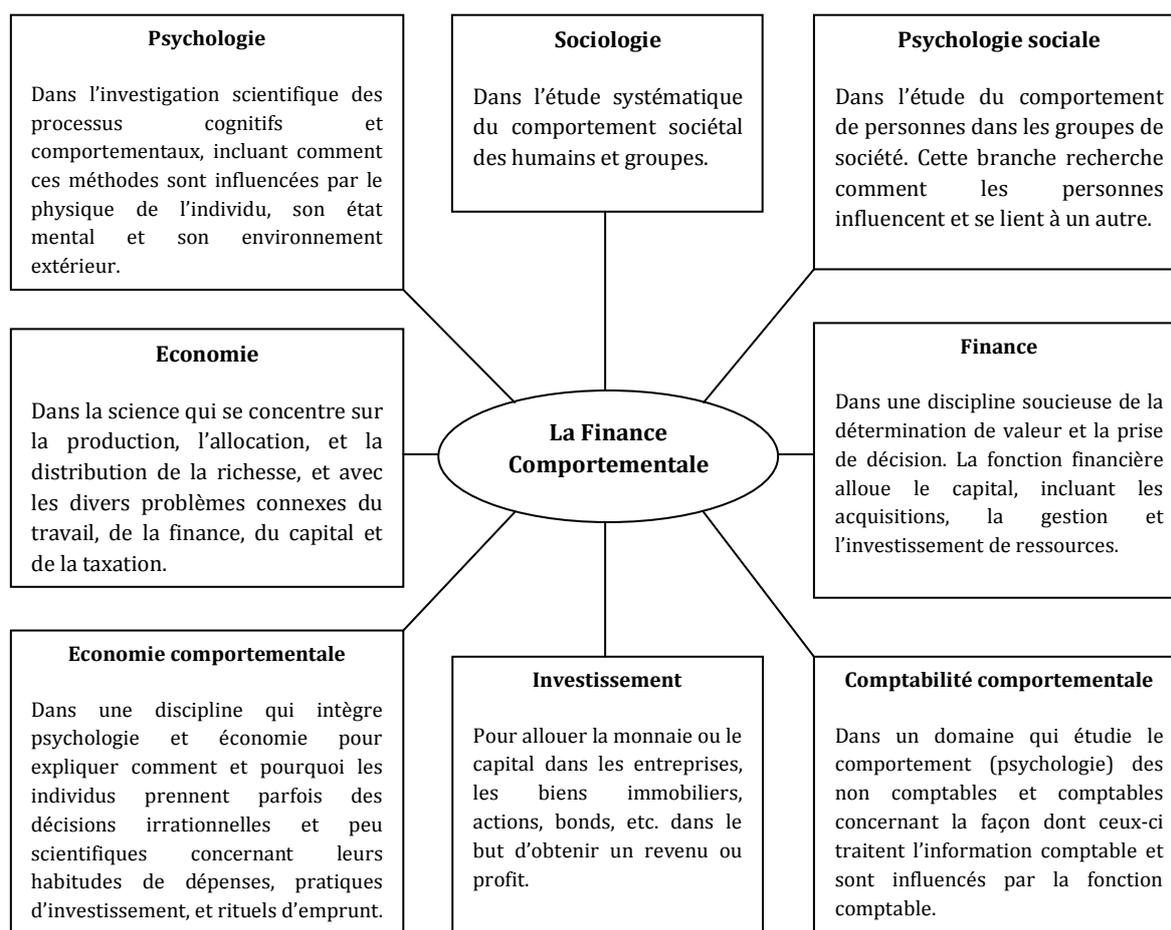
Section 1 : Principes et genèse de la finance comportementale

Les questionnements en matière de finance comportementale ont réellement commencé à prendre racine à partir des années soixante et soixante-dix, grâce aux travaux de recherche combinés en théorie financière, en psychologie cognitive et en économie comportementale. Les précurseurs de la finance comportementale se sont attelés à regrouper les principaux travaux en psychologie et en économie comportementale traitant plus particulièrement de l'investissement et de la théorie financière.

1. Revue de la littérature

Lors de l'examen de la littérature anglophone sur cette nouvelle discipline qu'est la finance comportementale, une des premières constatations est que celle-ci est basée sur une évidente multidisciplinarité, tirant son essence lointaine de nombreuses branches et disciplines à priori distinctes. Cela est parfaitement illustré dans la figure suivante :

Figure n°3 : Fondements de la finance comportementale



Source : Traduit par nos soins de RICCIARDI Victor, « A Research starting point for the new scholar: A unique perspective of behavioral finance », The ICFAI Journal of Behavioral Finance, Vol. III, No. 3, 2006, p. 12. From RICCIARDI Victor, SIMON Helen K., « What is Behavioral Finance ? », The Business, Education and Technology Journal, Vol. 2, No. 1, 2000.

1.1. Concepts et définitions

Une première définition porterait à dire sommairement que « *La finance comportementale* est l'étude de l'influence de la psychologie sur le comportement des praticiens financiers et l'effet subséquent sur les marchés. La finance comportementale

est au centre des intérêts car elle aide à expliquer *pourquoi* et *comment* les marchés peuvent être inefficients »¹²³.

Une seconde définition introduisant la notion de « biais », proposée par Ricciardi et Simon est que la « Finance comportementale est une science qui s'efforce de donner une explication et d'améliorer les connaissances dans le processus de jugement des investisseurs dans son ensemble. Ceci inclus les biais cognitifs et les aspects affectifs (émotionnels) du processus de prise de décision des investisseurs aussi bien novices que professionnels ».¹²⁴

De façon plus structurée, les auteurs la définissent aussi de la manière suivante : « La finance comportementale tente d'expliquer et d'accroître la compréhension des modèles de raisonnement des investisseurs, incluant le processus émotionnel impliqué et le degré par lequel ceux-ci influencent le processus de prise de décision. Essentiellement, la finance comportementale tente de comprendre le quoi, pourquoi et comment de la finance et de l'investissement, d'une perspective humaine ».¹²⁵

Le tableau ci-dessous vient en appui à cette dernière définition, afin de cerner et compléter la notion entière de la finance comportementale.

¹²³ Traduit par nos soins de SEWELL Martin, « Behavioral Finance », Working Paper, University of Cambridge, February 2007 (revised April 2010), p. 01.

¹²⁴ Traduit par nos soins de RICCIARDI Victor, « A Research starting point for the new scholar: A unique perspective of behavioral finance », Op.cit., p. 07.

¹²⁵ Traduit par nos soins de RICCIARDI Victor, SIMON Helen K., « What is Behavioral Finance ? », *The Business, Education and Technology Journal*, Vol. 2, No. 1, 2000, p. 27.

Tableau n° 1 : La finance comportementale « fiche synoptique »

Le Quoi ? La finance comportementale implique les processus cognitifs et les dynamiques émotionnelles concernant le processus de prise de décision des investisseurs. La branche a de solides fondations de diverses sciences sociales et disciplines économiques qui offrent différentes positions dominantes en finance et en investissement.

Le Pourquoi ? L'émergence de points de vue alternatifs de la part des chercheurs académiques et des investisseurs professionnels depuis que la finance standard s'est trouvée à court de réponses à plusieurs reprises.

Le Comment ? Plusieurs études universitaires ont utilisées un large champ de méthodes de recherche associées avec les branches de la psychologie ou de la finance ayant investi le comportement des individus, de groupes, organisations ou marchés.

Le quand ? Depuis les 25 dernières années, la branche a commencé à s'épanouir à partir des origines de la psychologie et de l'économie comportementale.

Le Qui ? « Les Chercheurs Académiques en Finance Comportementale » ainsi que « Les Investisseurs Professionnels de Wall Street jusqu'à Main Street ».

Le où ? d'étendues recherches sont apparues dans des journaux académiques, périodiques en investissement, propositions de thèse, des livres aussi bien que dans des articles conceptuels dans les magazines et les journaux locaux.

Source: Traduit par nos soins de RICCIARDI Victor, « A Research starting point for the new scholar: A unique perspective of behavioral finance », *The ICFAI Journal of Behavioral Finance*, Vol. III, No. 3, 2006, P. 09. From PRUDEN Hank, « Behavioral Finance: What is it? », *The Market Technicians Association Journal*, Vol. 24, No. 2, September 1995.

1.2. Fondements et caractéristiques

De façon plus concise, nous pouvons dire que la genèse de la finance comportementale s'est principalement construite d'une alliance de deux théories issues de deux disciplines distinctes ; la première, qui relevant de la théorie financière, est en

fait celle de la *Noise Trader Approach* ou (NTA). Celle-ci consiste en quelque sorte à montrer de quelle façon l'arbitrage rationnel est impuissant à assurer l'efficacité en présence d'investisseurs irrationnels corrélés. La seconde quant à elle est celle des heuristiques¹²⁶ et relève de la théorie psychologique de la décision. Celle-ci a été développée par Daniel Kahneman et Amos Tversky et consiste en une justification empirique de la corrélation des irrationalités au travers de la réflexion offerte par la psychologie consacrée aux heuristiques de décision.

C'est donc principalement d'une approche théorique duale, l'une axée sur l'arbitrage limité et l'autre sur les irrationalités des investisseurs qu'est née la finance comportementale.

1.2.1. L'arbitrage limité

La finance classique, dans ses récents arguments développés en réponse aux anomalies ayant été mises en évidence par la finance comportementale, affirme qu'il n'est pas indispensable à la viabilité de l'hypothèse d'efficacité du marché que tous les agents soient parfaitement rationnels. En fait, l'arbitrage se chargera de corriger les dérives (réalité en déconnexion aux fondamentaux) causées par les agents irrationnels présents sur les marchés.

A l'opposé, la théorie dite des bulles irrationnelles rejette complètement l'hypothèse de rationalité des anticipations ainsi que celle de l'absence d'asymétrie d'information et considère qu'une partie des investisseurs, qualifiés de « *noise traders* »¹²⁷, produisent des anticipations non rationnelles basées sur des « bruits », ou en d'autres termes de faux signaux sur la base de règles stratégiques irrationnelles. Ces derniers intervenants sont qualifiés de manière plus générale de « bruiteurs ». Et c'est là qu'intervient la *Noise Trader Approach*.

¹²⁶ Heuristique signifie « règle de raisonnement qui conduit à une simplification du problème et permet de le résoudre rapidement mais pas toujours correctement », cette définition est celle de : GARDAIR Emmanuèle, « Heuristiques et biais : quand nos raisonnements ne répondent pas nécessairement aux critères de pensée scientifique et rationnelle », *Revue électronique de Psychologie Sociale*, 2007, n°1, p. 44.

¹²⁷ Ce sont des « participants du marché qui prennent des décisions fondées sur des croyances et des émotions plutôt que sur une évaluation rationnelle basée sur des fondamentaux économiques ». Définition proposée par AKTAS Nihat, Op.cit., p.19.

En fait, celle-ci s'est attelée à l'analyse des situations de généralisation des comportements irrationnels des agents afin de mettre en exergue le caractère inéluctable de cette corrélation des irrationalités et par la même l'ampleur des retombés que ce phénomène peut avoir sur les prix. La NTA affirme que l'arbitrage ne permet pas de ramener ni même de maintenir les prix à leur valeur fondamentale car même la présence d'investisseurs rationnels et avisés sur le marché à coté des « noise traders » ne saura contrecarrer les mouvements corrélés des investisseurs irrationnels. De plus et contrairement à la vision classique, la NTA affirme que les erreurs de jugement sont souvent les mêmes et ont tendance à s'additionner et non à se compenser comme cela aurait été le cas si vraiment elles étaient aléatoires. L'arbitrage n'est donc en réalité que limité.

Plus encore, cette réfutation émise à l'encontre de l'arbitrage par la NTA repose essentiellement sur l'existence de deux principaux risques auxquels les arbitragistes sont confrontés :

- i. Un risque d'ordre pratique qui peut être illustré par la situation suivante : Dans le cas où on supposerait un investisseur ayant observé un cours surévalué d'une action ou d'un portefeuille par rapport à sa valeur fondamentale. A ce moment, la vision néo-classique de l'arbitrage sans risque exigerait que l'investisseur vende cette action ou ce portefeuille à découvert pour racheter par la suite ce même titre ou portefeuille une fois les cours revenus à leur valeur réelle. Ce qui exige que les actions ou portefeuilles soient parfaitement substituables, ce qui n'est pas forcément le cas en pratique car l'arbitragiste n'a pas nécessairement cette possibilité d'acheter des titres substituables à sa vente à découvert. Ce risque est encore beaucoup plus fréquent dans les phases de bulles spéculatives, car dans ce cas, la grande partie pour ne pas dire la quasi-totalité des titres sont surévalués ;
- ii. Le second risque est à relier à « l'incertitude du prix de revente futur »¹²⁸. Celui-ci est fondamental car il subsiste même à une situation de présence sur le marché de titres parfaitement substituables. En effet, celui-ci peut représenter un obstacle majeur à l'arbitrage du fait que des erreurs d'évaluation peuvent amener

¹²⁸ Pour plus de détails, voir : De LONG J. Bradford, SHLEIFER Andrei, SUMMERS Lawrence H., WALDMANN Robert J., « Noise Trader Risk in Financial Markets », *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4, 1990, pp. 703-738.

des écarts de prix à la base de ce même arbitrage à perdurer voire même à s'aggraver. Cela peut être illustré de la façon suivante : Dans le précédent exemple de titres surévalués, l'arbitragiste sera amené à vendre à découvert (au prix du jour avec une date de livraison ultérieure), pour que lorsque l'anticipation de baisse se produise avant l'échéance négociée, celui-ci réalise un gain en achetant des titres à un prix qui se trouve désormais à un prix inférieur à celui convenu dans sa vente à découvert. Alors que si la surévaluation perdure ou même s'accroît, l'arbitragiste fera face à une perte pouvant être quelquefois colossale.

Ces faits précédemment relatés par des experts et concrètement constatés sur le marché suffisent à soulever le fait que la coexistence des « Noise traders » et des investisseurs rationnels ne permet pas de garantir le retour systématique des prix à leur valeur fondamentale. Ce qui nous amène à revoir le principe même de rationalité car indubitablement, la constatation précédente amènera l'investisseur qui est réellement rationnel à prendre de surcroît l'opinion des agents non rationnels. Ce qui revient à avoir une maîtrise des fondamentaux parallèlement aux croyances des « Noise traders ». Ce nouveau genre d'agent est d'ailleurs qualifié de « smart money ». Keynes avait été le précurseur de cette idée selon laquelle les investisseurs professionnels « se préoccupent, non pas de la valeur véritable d'un investissement...mais de la valeur que le marché, sous influence de la psychologie de masse, lui attribuera trois mois ou un an plus tard »¹²⁹.

Cette vision de la rationalité met en péril la conception toute entière du caractère stabilisateur de l'arbitrage. En effet, la théorie de l'efficacité prônait que l'intervention des arbitragistes rationnels avait pour effet de réduire l'écart existant entre la valeur fondamentale et les prix réels. Alors que la rationalité au sens « smart money » précédemment exposée, du fait de la stimulation des erreurs d'évaluation des « Noise traders », fait naître sur les marchés selon les cas des tendances haussières ou baissières afin de tirer avantage des écarts de cours.

¹²⁹ Rapporté par WETZER Clotilde, Op.cit. p. 26.

De Long, Schleifer, Summers et Waldmann¹³⁰, dans un article publié en 1990, ont d'ailleurs mis en scène ce raisonnement démontrant l'effet tout aussi déstabilisateur de la présence d'agents rationnels. Afin d'appuyer leur raisonnement, les auteurs ont exposé l'exemple d'une confrontation de l'investisseur rationnel à des « positive feedback traders »¹³¹. L'investisseur avait dans cette situation avantage à accentuer la tendance haussière ou baissière en incitant les chasseurs de tendances à suivre massivement le mouvement et à s'éloigner d'avantage de la valeur fondamentale. Pour qu'enfin, celui-ci vende ou au contraire rachète (respectivement en cas de hausse ou de baisse exacerbée des cours) juste avant que les cours ne reviennent à leur valeur fondamentale.

C'est ainsi que les auteurs affirment que la rationalité des « smart money » pourrait accroître d'avantage les inefficiences. En ce sens plusieurs autres auteurs pensent même que cette logique pourrait être à la source de la naissance des bulles. Ce même raisonnement sert aussi d'une certaine façon à justifier l'extrême volatilité des cours sur les marchés ainsi que l'intérêt d'introduire les stratégies irrationnelles des « noise traders » dans toute évaluation.

1.2.2. L'irrationalité collective dévoilée

Suite à la NTA, l'étude des comportements humains prolongera la réflexion de la finance comportementale en étudiant les anomalies observées sur les marchés financiers. En effet, vu que certaines dynamiques collectives et caractéristiques des marchés financiers, tels que l'intensité et la complexité des interdépendances liant les investisseurs entre eux ainsi que le rôle central occupé par la communication (privée ou publique), ne sont pas traités dans les fondements de la finance classique, la finance comportementale prendra le relais en identifiant le collectif à l'irrationnel.

Il est clairement constatable que la valeur fondamentale, étant dans les préceptes de base calculée sur la base de l'information disponible, ne repose désormais plus que sur la base de rumeurs ou de modes passagères suivies en

¹³⁰ De LONG J. Bradford, SHLEIFER Andrei, SUMMERS Lawrence H., WALDMANN Robert J., Op.cit.

¹³¹ Agents qui achètent lorsque le cours monte et vendent lorsque le cours baisse.

masse par le collectif des investisseurs. De ce fait, même « les investisseurs les plus initiés peuvent ne pas être capables de déterminer avec précision la valeur fondamentale. Il serait irréaliste de considérer que ceux-ci peuvent repérer les inefficiences et interpréter correctement les opinions des "noise traders" »¹³². Ces affirmations sont au cœur du débat remettant en cause les capacités cognitives des investisseurs et faisant vaciller de ce fait le fondement essentiel de la théorie de l'efficience qu'est l'hypothèse d'anticipations rationnelles. Mais bien que les auteurs les plus radicaux vont jusqu'à considérer qu'il n'existe pas d'agent rationnel, une vision plus nuancée domine chez les défenseurs de la finance comportementale, celle de la coexistence des investisseurs rationnels et des « noise traders » sur les marchés. C'est ce qui rend les anticipations hétérogènes.

Quant à la question de la corrélation des irrationalités, l'argument prôné par la finance classique selon lequel les irrationalités des agents se retrouvent être des phénomènes entièrement aléatoires dont les effets vont se neutraliser les uns les autres est entièrement contesté par la finance comportementale qui pose l'hypothèse d'une corrélation systématique des irrationalités et tente de la démontrer en étudiant les différentes stratégies auxquels peuvent avoir recours les investisseurs non rationnels. Ainsi, « tous les arguments invoqués par les comportementalistes sont basés sur des expériences de psychologie en laboratoire qui mettent en évidence une tendance marquée à commettre les mêmes erreurs. Ces comportements sont très fréquents dans la réalité des marchés financiers. Le marché n'est pas un ensemble d'individus séparés et indépendants, mais une communauté fortement interconnectée. La contagion des comportements y joue un rôle central »¹³³.

En ce sens, nous pouvons citer trois exemples prédominants de ces stratégies appliquées par les agents irrationnels ; la première étant celle du *positive feedback trading*, autrement dit, la stratégie d'extrapolation des tendances antérieures, dans laquelle les « suiveurs de tendance » se ruent à l'achat de titres lorsque leur prix monte et à leur vente lorsque ceux-ci baissent, faisant naître une bulle spéculative née du fossé creusé par la déconnexion entre

¹³² WETZER Clotilde, Op.cit, p. 27.

¹³³ Ibid., p. 28.

l'évolution des données économiques fondamentales et les variations réelles des prix. Le second exemple de stratégie utilisée par les investisseurs les moins initiés est celle du « mimétisme informationnel » qui se résume par le fait qu'un investisseur aura automatiquement tendance à copier celui à qui il prête une meilleure connaissance de la situation.

Des résultats surprenants ont été publiés en 1990 par Shleifer et Summers¹³⁴ sur des expériences psychologiques ayant été entreprises dans le but décrypter le caractère irrationnel de ces comportements. Ceux-ci appuient que la plupart des personnes ont tendance à se fier aux réponses données par les autres plutôt qu'à utiliser les informations dont elles disposent pour répondre aux questions qui leur sont posées. Ce qui peut être confirmé par le fait que la littérature psychologique et zoologique affirme que les comportements moutonniers tout comme le mimétisme est un phénomène présent chez de nombreuses espèces animales et serait même un trait caractéristique au comportement humain. Plus encore, au sein des groupes, le besoin de se conformer aux règles de la collectivité de crainte d'y être exclu accentuerait cette tendance à l'imitation.

Ces conduites archaïques ne sont donc pas totalement étrangères des comportements présents sur les marchés financiers et il n'est de ce fait pas anormal de les y retrouver. La théorie de l'efficacité affirme dans l'une de ses hypothèses que les rendements futurs sont indépendants et ne peuvent être déduits des rendements passés. Cette hypothèse est réfutable par une dénommée attitude « momentum », qui consiste à faire l'acquisition de titres ayant récemment marqué une progression dans les cours. Cet effet « momentum », dévoile le sentiment de confiance que placent les investisseurs sur le marché et sur le fait que celui-ci détecte et dévoile systématiquement les titres à meilleurs rendements.

¹³⁴ SHLEIFER Andrei, SUMMERS Lawrence H., «The noise trader approach to finance», *Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, N°2, Spring 1990, pp. 19-33.

2. Les sciences cognitives et la finance comportementale

Les principes de la théorie financière et plus particulièrement dans les préceptes enseignés par la microéconomie, l'individu doté de rationalité parfaite tendra, en premier lieu, à maximiser l'utilité espérée. La formalisation de ce concept est à attribuer aux travaux de Von Neumann et Morgenstern¹³⁵. Celle-ci bien que reposant sur plusieurs axiomes¹³⁶, repose tout particulièrement sur deux axiomes fondamentaux sans lesquels elle ne serait viable :

- i. Axiome de continuité ou de transitivité : qui stipule que l'ordre de préférence d'un individu ne peut être perturbé par un changement mineur des probabilités d'occurrence de différents états¹³⁷ ;
- ii. Axiome de l'indépendance des choix : qui défend le postulat selon lequel un individu qui serait confronté à deux loteries associées à une troisième ne verrait pas son ordre de préférence concernant les deux premières se modifier par la nature de la troisième loterie.

En second lieu, le comportement d'un individu purement rationnel est lié à sa réaction aux nouvelles informations (quelles soient financières, économiques et même générales). Ces dernières entraînant une modification des probabilités d'occurrence affectées aux différents événements futurs. En effet, si tous les opérateurs du marché étaient dotés de rationalité parfaite, la modification des prix des actifs due à une modification de ces précédentes probabilités ne peut se produire qu'en cas de parution d'informations non anticipées.

Face au postulat de rationalité parfaite des individus, Kahneman et Tversky proposent une autre approche qui part de la constatation selon laquelle les individus qui se retrouvent face à des situations de plus en plus complexes ont tendance à opérer par des simplifications. Des sortes de raccourcis de raisonnement facilitant la prise de

¹³⁵ VON NEUMANN John, MORGENSTERN Oskar, « Theory of games and economic behavior », Editions Princeton University Press, New Jersey, 1944, 625 pages.

¹³⁶ Pour plus de précision voir : MAS-COLELL Andrew, WINSTON Michael, GREEN Jerry, « Microeconomic theory », Oxford University Press, New York, 1995, 1008 pages.

¹³⁷ Tversky dément ce principe dans ses travaux de 1969 (TVERSKY Amos, « Intransitivity of préférences », *Psychological Review*, n°79, 1969, pp. 281-299) et démontre que, confrontés à des choix risqués, les individus ne respectent pas systématiquement cet axiome.

décision. La prise de décision devient donc proie à ces règles de simplifications ou bien heuristiques qu'il s'agit justement de décrypter.

2.1. Origines philosophiques du désaccord opposant la finance comportementale à la finance de marché

Une recherche poussée allant jusqu'aux origines les plus lointaines de l'opposition restée tendue entre les deux communautés scientifiques sur la question de l'efficacité des marchés, les partisans et les détracteurs, nous a amené jusqu'au domaine philosophique. Ce qui remet donc au goût du jour le désaccord entre les deux éminents philosophes grecs Aristote et Platon.

Originellement, le débat est issu d'une opposition entre une première conception référant au « monde des Idées » platonicien qui conçoit que les réalités sont stables, immuables et de cette façon objectivables dans le discours aussi bien que dans les sciences. Cela s'explique par le fait que Platon a depuis toujours ressenti un profond mépris du réel qui ne représente, selon lui, qu'une pâle image des formes intelligibles et immuables. Les idées de Platon sont ainsi comparables aux conceptions néoclassiques selon lesquelles les marchés sont efficaces et les individus parfaitement rationnels. La façon la plus rigoureuse et la plus cohérente pour dévoiler les Formes Intelligibles afin de maîtriser le monde réel sensible et contingent étant de façon toute privilégiée, les mathématiques, science des sciences. C'est cette idée qui explique la tendance scientiste des économistes.

La seconde conception est celle d'Aristote, en total désaccord avec son maître auquel il reproche l'erreur de rapporter toute connaissance à un simple reflet idéal du monde réel. Aristote privilégie pour sa part une observation du monde réel en préservant un certain détachement de celui-ci. Selon cette vision, l'observation puis l'analyse sont la manière la plus efficace pour comprendre les marchés financiers lorsque la finance néoclassique ne fait que décrire de façon imparfaite le réel au profit d'un monde idéal et intangible.

Pour la finance classique, il a donc toujours été question que l'investisseur prenait des décisions logiques et des choix financiers d'une cohérence totale. Tandis

que la finance comportementale est basée sur le fait que les personnes sont, de façon fréquente, irrationnels ou agissent tout au moins de façon quasi-rationnelle. Ils sont donc de façon répétitive, dans leurs comportements, en contradiction avec le comportement strictement rationnel prôné comme doctrine à la finance libérale. Ayant pour conviction qu'il est nécessaire de promouvoir une approche interdisciplinaire de l'économie, le fil directeur de nos recherches est la question des croyances et des représentations collectives en économie, qu'il s'agira de développer tout particulièrement dans le domaine de la finance.

En ce sens, bon nombre de défenseurs de la finance comportementale, appuient l'idée selon laquelle les individus et plus particulièrement les investisseurs prennent leurs décisions à différents niveaux de rationalité et de satisfaction. Ce qui met en exergue l'importance de la prise de conscience par l'investisseur de sa rationalité limitée.

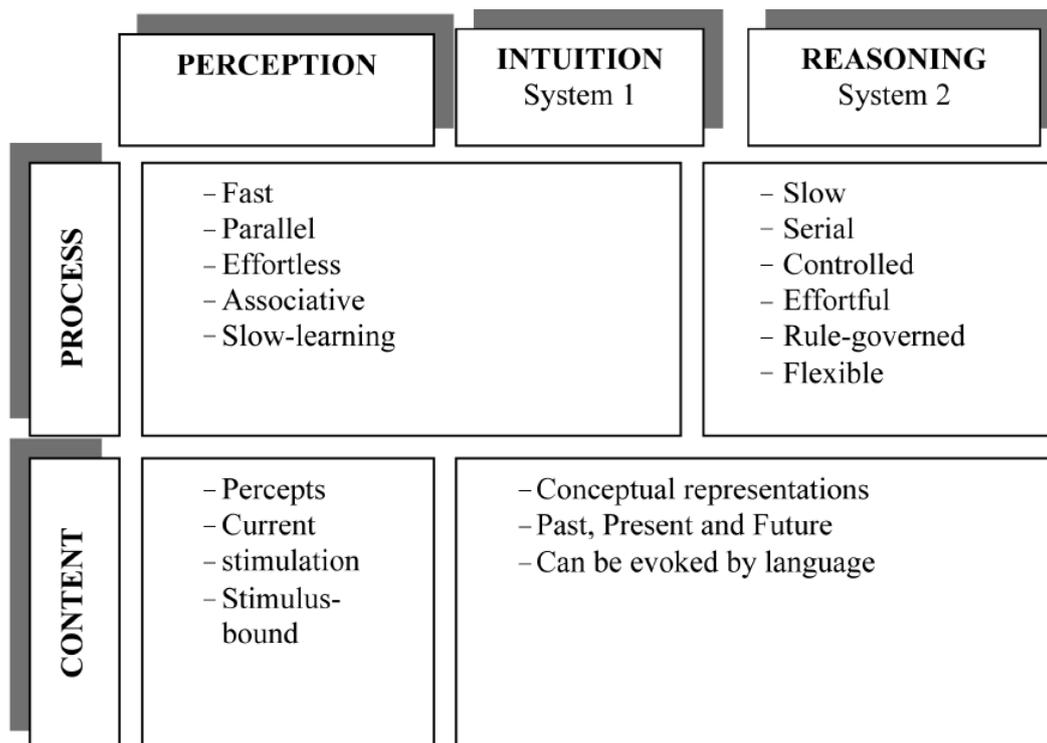
2.2. Intuitions et prise de décision

En matière de rationalité, la théorie financière classique postule que tout investisseur adoptera un raisonnement parfaitement formalisé en passant par des modèles d'évaluation des actifs financiers précis et parfois d'une complexité considérable. Ce qui dans la réalité peut se révéler quelques fois très laborieux, plus particulièrement lorsque les marchés traversent des phases agitées et que le décryptage des flux de données s'avère d'une grande complexité.

Face à cette situation, l'investisseur aura tendance à débloquer ses difficultés en se fiant tout simplement à sa propre perception des choses. Pour_ainsi_dire, écouter son intuition. A ce sujet, de nombreux auteurs se sont penchés sur la question des différences pouvant exister entre raisonnement et intuition et parmi les nombreuses recherches en la matière, celle de Kahneman qui nous a semblé particulièrement aboutie.

En effet, lors de la conférence donnée à l'occasion de la cérémonie de remise des prix Nobels le 8 décembre 2002, la figure n° 4 ci-après a été projetée et explicitée par Kahneman.

Figure n° 4 : Le cadre théorique de Kahneman



Source : Albouy Michel, « Les histoires racontées aux actionnaires », *Revue française de gestion*, 2005/6, n° 159, p. 218.

Cette schématisation de l'approche trouve son explication de la manière suivante : Cette figure met en exergue les différentes composantes d'un processus décisionnel. Processus pouvant être le fruit de la perception, de l'intuition ou alors du raisonnement.

Les travaux de Stanovich et West¹³⁸ font la distinction entre les deux processus cognitifs : intuition et raisonnement, le premier est appelée « système 1 » et le second « système 2 ».

Ainsi, un processus décisionnel faisant appel à l'intuition « système 1 », aura les particularités suivantes : rapide, automatique, dénué d'effort, associatif et avec une certaine lenteur d'apprentissage. A l'opposée, le processus faisant appel au

¹³⁸ STANOVICH K. E., WEST R. F., «Individual differences in reasoning: implications for the rationality debate», *Behavioral and Brain Sciences*, N°23, 2000, pp. 645-665.

raisonnement sera lent, sériel, contrôlé, nécessitant de efforts (lourds), gouverné par les règles et flexible.

En matière de contenu, les deux systèmes présentent un consensus par leur utilisation commune de représentations conceptuelles, la prise en considération du passé, du présent ainsi que du futur et par la possibilité d'être évoquées par le langage. De la même façon, des *impressions* sur des propriétés particulières d'un objet quelconque sont le fruit des systèmes de perception et d'intuition. Ces impressions qui par définition sont involontaires et ne demandent pas une formulation verbale, vont se transformer en *jugements*. Ces derniers, qui logiquement interviennent dans le système 2, car parfaitement explicites et intentionnels vont donc être directement influencés par les perceptions et les intuitions. De ce fait, le système de raisonnement peut provenir soit de raisonnements volontaires ou alors d'*impressions*.

Tout ce développement fait par Kahneman sur la question des jugements intuitifs ainsi que des préférences a été fait afin de mettre à nu la variable de l'« accessibilité ». En d'autres termes « la facilité avec laquelle un contenu mental particulier vient à l'esprit. Une propriété caractéristique des pensées intuitives est qu'elles viennent à l'esprit spontanément, comme des perceptions. Kahneman et Tversky ont été parmi les premiers à remarquer que de nombreuses décisions dépendent de la manière (frame) dont les problèmes sont présentés »¹³⁹.

L'idée que nous voulons mettre en exergue est que les évolutions fulgurantes qu'ont connu les marchés financiers ces trente dernières années, l'hyper diversification des sources d'informations rendant leur traitement et leur analyse laborieuse, la complexification accrue des NTIC ainsi que l'innovation exceptionnelle des différents produits et instruments financiers en circulation, ont considérablement amplifié le besoin de réactivité des investisseurs. Ces derniers qui face à un environnement extrêmement instable et volatil se voient, dans ces conditions, contraints de passer par des raccourcis en se fiant tout simplement à leurs intuitions primaires.

¹³⁹ ALBOUY Michel, « Les histoires racontées aux actionnaires », Op.cit., p. 219.

Section 2 : Biais décisionnels et raccourcis mentaux

Les travaux de Kahneman et Tversky¹⁴⁰ ont dévoilé un certain nombre d'irrationalités des comportements provenant de raccourcis mentaux dénommés « heuristiques » de réflexion. Ce phénomène survient lors de la manifestation chez l'individu d'un besoin de réponses simples, rapides et satisfaisantes mais cela conduit très facilement celui-ci à s'écarter du choix optimal prodigué par les hypothèses néo-classiques.

Ces heuristiques sont également nommés de « biais » décisionnels ou psychologiques. Ces derniers pouvant être définis comme des « distorsions entre la façon dont nous devrions raisonner pour assurer le mieux possible la validité de nos conclusions et la façon dont nous raisonnons réellement. »¹⁴¹. Certains ont été mis en avant, par Tversky et Kahneman¹⁴², dans la théorie des perspectives aléatoires qui a été développée en 1976 et a permis de poser les premiers soubassements de la finance comportementale.

Par la suite, Hersh Shefrin a fait une distinction de ces biais en faisant la séparation en les facteurs cognitifs et les facteurs affectifs (émotionnels) à leur origine et ce de la manière suivante : « les aspects cognitifs s'intéressent à la façon dont les personnes organisent leur information, tandis que les aspects émotionnels traitent de ce que les personnes ressentent lors de l'enregistrement de l'information »¹⁴³.

1. Les biais cognitifs

Les biais cognitifs représentent en termes simples des « défauts » de raisonnement. Plus encore, ceux-ci traitent du volet qui s'intéresse aux connaissances et aux croyances qui interviennent lors du processus de prise de décision, et des raccourcis engendrés par ceux-ci. Aussi les biais cognitifs se rapportent souvent aux heuristiques

¹⁴⁰ KAHNEMAN Daniel, TVERKY Amos, « Prospect theory: an analysis of decision under risk », *Econometrica*, 1979, vol. 47, n°2, pp. 263-291.

¹⁴¹ GARDAIR Emmanuèle, *Op.cit.*, p. 36.

¹⁴² KAHNEMAN Daniel, TVERSKY Amos, *Op.cit.*

¹⁴³ Traduit par nos soins de SHEFRIN Hersh, « Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing », Editions Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 2000, p. 29.

de décision. De manière plus claire, les heuristiques de décision peuvent être assimilés à des pratiques ayant pour but la simplification des données afin d'accélérer l'analyse et la prise de décision et la rendre plus rapide. Ce sont en quelques sortes des « règles de bon sens » pouvant atténuer la complexité d'une situation en se référant par exemple à une expérience passée. Ceci dit, du fait que certains éléments importants du problème posé lors de la décision peuvent être ignorés, ce processus peut aboutir à des décisions erronées.

Ainsi, les plus importants biais cognitifs détectés à travers différentes études empiriques sont :

1.1. Biais de confirmation

Friedrich¹⁴⁴ a été le premier à étudier ce phénomène. Celui-ci dévoile la tendance des individus à persister à rechercher des informations allant dans un sens qui confirmerait leurs hypothèses de départ.

Afin d'appuyer son argumentaire, Friedrich étudie l'exemple d'un commerçant à la recherche d'un vendeur :

¹⁴⁴ FRIEDRICH J., «Primary detection and minimization (padmin) strategies in social cognition : a reinterpretation of confirmation bias phenomena», *Psychological Review*, 1993, 100(2), pp. 298-319.

Encadré n° 2 : Le commerçant dans son processus de sélection du vendeur¹⁴⁵

Ce commerçant pense que seuls les individus extravertis, qui entrent plus facilement en contact avec les clients, sont de bons vendeurs. S'il privilégie cette hypothèse, il négligera le fait que les clients puissent également apprécier un vendeur introverti qui les laisse faire leur choix tranquillement. Pour choisir son employé, le commerçant mettant en œuvre le biais de confirmation s'intéressera alors uniquement à la performance des candidats extravertis, négligeant celle des introvertis même s'ils obtiennent de bons résultats. En effet, l'erreur la plus coûteuse à ses yeux consisterait à embaucher un extraverti faiblement performant. Vérifier que les introvertis peuvent être de bons vendeurs n'entre pas dans ses préoccupations. Il ne cherche pas à mettre en œuvre la stratégie idéale pour tester son hypothèse (« seuls les extravertis sont de bons vendeurs »), mais se focalise sur le type d'erreurs qu'il souhaite détecter et minimiser (« embaucher un mauvais vendeur extraverti »). L'examen de la réussite des vendeurs introvertis lui permettrait pourtant d'infirmier son hypothèse et de découvrir qu'il existe deux types de clients : ceux qui aiment qu'on s'occupe d'eux et ceux qui préfèrent qu'on les laisse en paix. Sa stratégie l'empêche de découvrir que des candidats introvertis pourraient aussi bien correspondre à ses attentes que des candidats extravertis. Dans une perspective de recrutement rapide, la recherche de contre-exemples à son hypothèse ne présente pas d'intérêt pour le commerçant ; elle peut en revanche occasionner une perte de temps. En définitive, le commerçant recrutera un vendeur extraverti et confirmera son idée que seuls les extravertis sont de bons vendeurs.

1.2. Heuristique de représentativité

Ce biais est également nommé « Erreur de conjonction » ou en anglais « *Conjunction fallacy* ». De nombreuses expériences ont été faites afin de démontrer

¹⁴⁵ GARDAIR Emmanuèle, Op.cit., p. 36.

cet heuristique. La plus célèbre est celle que Kahneman et Tversky¹⁴⁶ proposent dans leurs travaux de 1982. Celle-ci est décrite dans ce qui suit :

Encadré n° 3 : Une expérience sur l'heuristique de représentativité ¹⁴⁷

La question suivante à été posée aux participants de cette présente étude : Linda est âgée de 31 ans, célibataire, franche et très brillante. Elle est diplômée de philosophie. En tant qu'étudiante, elle est très sensible aux questions de discrimination et de justice sociale et a également participé à des manifestations anti-nucléaires. Quelle est pour vous l'affirmation la plus probable ?

- 1- Linda est employée de banque,
- 2- Linda est employée de banque et féministe

90% des participants à cette expérience choisissent la réponse 2. Ce type de réponse est intrigant puisque la population des employées de banque féministes est incluse dans la population des employées de banque. De ce fait, la probabilité de ce double événement (employée de banque et féministe) est beaucoup plus faible que celle associée à l'événement simple (employée de banque).

Ce biais a également fait l'objet d'un traité résultant des travaux de Tversky et Kahneman¹⁴⁸ en 1983.

1.3. Biais de l'inversion des préférences

Ce biais traite de la cohérence des choix d'un individu face à des loteries ayant une espérance d'utilité identique. En fait, les expériences de Slovic et Lichtenstein¹⁴⁹ menées en 1968 dévoilent que les « prix d'achat ou de vente des loteries (évalués par

¹⁴⁶ TVERSKY Amos, SLOVIC Paul, KAHNEMAN Daniel, « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases », Editions Cambridge University Press, 1982, United Kingdom, 544 pages.

¹⁴⁷ BROIHANNE Marie-Hélène, MERLI Maxime, ROGER Patrick, « Le comportement des investisseurs individuels », *Revue Française de Gestion*, n°157, Juillet-Août 2005, pp. 148.

¹⁴⁸ TVERSKY Amos, KAHNEMAN Daniel, « Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment », *Psychological Review*, 1983, 9, pp.293-315.

¹⁴⁹ SLOVIC Paul, LICHTENSTEIN Sarah, « The relative importance of probabilities and payoffs in risk taking », *Journal of experimental Psychology*, n°73, 1968, pp. 1- 18.

les participants) semblent plus corrélés aux niveaux des paiements associés aux loteries qu'aux probabilités de réalisation de ces différents paiements. En revanche, les préférences déclarées par les sujets pour telle ou telle loterie semblent plus corrélées aux probabilités des différents états plutôt qu'aux paiements offerts par les loteries. Ce phénomène peut alors conduire les individus à une incohérence de choix »¹⁵⁰.

Les travaux de Tversky, Slovic et Kahneman¹⁵¹ publiés en 1990, confirment la validité de ces résultats dans le cas d'incitations financières sur les participants. De plus, Lichtenstein et Slovic¹⁵², dans leurs expérimentations sur les comportements de « vrais » joueurs de Las Vegas confirment les résultats précédents.

1.4. Heuristique d'aversion à l'ambiguïté

C'est en 1953 qu'Allais¹⁵³ découvre un phénomène contredisant radicalement l'axiome d'indépendance des choix (exposé plus haut). En effet, les résultats de son expérience démontrent que l'individu a tendance à systématiquement opter pour le choix dont les probabilités lui sont déjà connues. Plus encore, des études menées par MacCrimmon et Larsson¹⁵⁴ en 1979, par Curley et Yates¹⁵⁵ en 1989 ainsi que Bernasconi et Loomes¹⁵⁶ en 1992, vont jusqu'à démontrer qu'un individu présentant cette aversion à l'ambiguïté pourrait aller jusqu'à payer 20% de valeur espérée afin de pallier à toute ambiguïté.

¹⁵⁰ BROIHANNE Marie-Hélène, MERLI Maxime, ROGER Patrick, « Le comportement des investisseurs individuels », *Revue Française de Gestion*, n°157, Juillet-Août 2005, pp. 147.

¹⁵¹ TVERSKY Amos, SLOVIC Paul, KAHNEMAN Daniel, « The cause of preference reversals », *American Economic Review*, n°80, 1990, pp. 204-217.

¹⁵² LICHTENSTEIN Sarah, SLOVIC Paul, « Response-induced reversals of preference in gambling: An extended replication in Las Vegas », *Journal of Experimental Psychology*, n°101, 1973, pp. 16-20.

¹⁵³ ALLAIS M., « Le comportement de l'homme rationnel devant le risque, critiques des postulats et axiomes de l'école américaine », *Econometrica*, n° 21, 1953, pp. 503-546.

¹⁵⁴ MACCRIMMON K., LARSSON S., « Utility Theory : Axioms versus paradoxes in expected utility hypotheses and the Allais paradox », Editions M. ALLAIS et O. Hagen, Reidel, Holland, 1979.

¹⁵⁵ CURLEY S.P., YATES J.F., « An empirical evaluation of descriptive models of ambiguity reactions in choice decisions », *Journal of Mathematical Psychology*, n°33, 1988, pp. 97-108.

¹⁵⁶ BERNASCONI M., LOOMES G., « Failures of the reduction principle in a Ellsberg-type problem », *Theory and Decision*, n°32, 1992, pp. 77-100.

1.5. Le défaut d'attention

Cette notion dévoile la tendance de l'individu à ne prendre en ligne de compte qu'un aspect d'un problème posé en vue de trouver la solution au lieu de traiter le problème dans sa grande globalité. Ceci peut être dû à un simple jeu de mots ou à une formulation particulière du problème faisant que l'on insiste sur certains mots afin de détourner l'attention de ce qui est le véritable noyau du problème. Ce phénomène peut être illustré dans ce qui suit :

Encadré n° 4 : Expérience sur le défaut d'attention ¹⁵⁷

Lors d'une expérience menée sur deux groupes de personnes on a questionné chaque groupe de la manière suivante :

Une maladie grave pouvant tuer 600 personnes doit toucher les Etats-Unis. Deux programmes alternatifs, basés sur des recherches scientifiques solides, ont été développés et permettent de combattre cette maladie.

- ✓ Le programme A permet de sauver avec certitude 200 personnes ;
- ✓ Le programme B avance une probabilité de 33% que 600 personnes soient sauvées et de 67% qu'aucun n'en réchappe.

En se basant sur la théorie de l'espérance d'utilité, les deux choix sont équivalents¹⁵⁸. Pourtant, la plupart des individus questionnés ont privilégié le programme A, c'est-à-dire un gain certain et laissant paraître une certaine aversion au risque.

Le même problème, mais avec des options différentes, a été soumis à d'autres participants :

- ✓ Le programme A' indique la mort certaine de 400 personnes ;
- ✓ Le programme B' met en avant une probabilité de 33% que tout le monde en réchappe et une probabilité de 67% d'une mort certaine pour 600 personnes.

A cette question, la majorité des participants a répondu B', soit l'option risquée.

...Les individus ont été bernés par la formulation des questions, alors même que l'espérance d'utilité des deux programmes était similaire. Néanmoins, ces deux versions provoquent des associations et des évaluations différentes : le premier programme insistait sur les personnes sauvées, tandis que le deuxième s'attardait sur le mort certaine de 400 personnes.

¹⁵⁷ KABBAJ Thami, Op.cit., pp. 81 et 82.

¹⁵⁸ L'espérance d'utilité du choix A est de 200 ($200 \cdot 1$) et de même pour le choix B ($600 \cdot 1/3 + 0 \cdot 2/3$).

Nous pouvons donc clairement voir à travers cette exemple à quel point le défaut d'attention peut biaiser la prise de décision.

1.6. Biais de la loi des petits nombres

Ce phénomène est la résultante du fait que les individus semblent, en règle générale, difficilement maîtriser les lois de probabilité. En fait, le choix d'un échantillon large et représentatif est décisif afin de décider de la pertinence d'une probabilité. Ceci-dit, un investisseur aura tendance à se forger une opinion rien que par le fait qu'un événement se répète deux ou trois fois. Celui-ci aura même tendance à en tirer une « loi générale ». Kahneman et Tversky constatent que ce biais touche même les experts de haut niveau, qui sont pourtant parfaitement formés aux probabilités. Pis encore, les investisseurs les plus brillants font l'erreur de surpondérer certains événements alors que la probabilité de leur occurrence est en réalité infime.

1.7. Heuristique de disponibilité

Celui-ci a été développé en 1974, par Kahneman et Tversky. Aussi, Shiller avance même que cette heuristique influe fortement sur la formation des bulles spéculatives et des modes.

Afin d'illustrer l'ampleur de ce phénomène, Thami KABBAJ donne l'exemple de la bulle internet. Un cas typique dans lequel l'analyse occulte les aspects rationnels et avantage la familiarité à laquelle un événement fait instinctivement référence l'esprit de l'investisseur. En effet, « Lors de la bulle spéculative de la fin des années 1990, les traders avaient occulté toutes les informations relatives à la santé fondamentale d'une entreprise pour se focaliser exclusivement sur le potentiel des valeurs internet. On a opposé à l'époque les valeurs traditionnelles aux valeurs internet prétextant que le modèle des premières était totalement dépassé et que les secondes allaient entièrement révolutionner l'économie »¹⁵⁹.

¹⁵⁹ KABBAJ Thami, Op.cit., p. 69.

2. Les biais émotionnels

Les biais émotionnels ou affectifs tentent de cerner la tendance des agents à ne s'intéresser qu'aux données allant dans le sens qui leur convient et qui ont d'ailleurs été choisies bien avant la recherche et le traitement de l'information. Bien que les biais cognitifs revêtent une importance considérable vu l'influence qu'ils peuvent avoir sur la prise de décision, les biais émotionnels quant à eux sont particulièrement conséquents et leurs effets bien plus dommageables.

2.1. L'excès de confiance et l'optimisme

L'optimisme ou en anglais (*Optimism*) est cette situation qui amène un individu à croire que son avenir est plus prometteur que celui des autres. Bazerman¹⁶⁰ traite de ce biais dans un article publié en 2006. L'autre biais qui vient accentuer cette optimisme est celui de la surconfiance ou en anglais (*Overconfidence*). Ce biais, traité par Camerer et Lovallo¹⁶¹ en 1999, dévoile la tendance des individus à surestimer leurs connaissances et compétences.

En effet, l'individu manifeste, très souvent, une confiance exagérée en lui-même et croit être doué de capacités grandement supérieures à la moyenne. Cette estime exagérée le rend plus couramment proie au biais de la pensée magique et celui de l'attribution personnelle.

i. L'optimisme et la pensée magique

En fait, plus de 90% des personnes interrogées lors d'une enquête se considéraient comme au dessus de la moyenne dans des domaines tels que la conduite automobile, le sens de l'humour, etc. par ailleurs, ces mêmes individus pensent pouvoir réaliser des objectifs ambitieux dans un délai imparti assez court, surestimant leurs capacités réelles, ainsi que la difficulté de la tâche. Ils ne le réaliseront sans doute pas, mais ils pensaient être capables d'influencer leur

¹⁶⁰ BAZERMAN M.H., « Judgment in managerial decision making », Editions Hoboken, NJ : John Wiley, 2006, 256 pages.

¹⁶¹ CAMERER C., LOVALLO D.A.N., « Overconfidence and excess entry: An experimental approach », American Economic Review, 1999, 89 (1), pp. 306-318.

destin par leurs actions car ce trait de caractère est commun chez l'être humain. Selon Michael Mangot, l'optimisme permet de faire face avec sérénité aux incertitudes de la vie même s'il peut pousser les investisseurs à attendre de leurs investissements des performances irréalistes et à ignorer la notion de risque¹⁶².

ii. L'attribution personnelle

Ce phénomène stipule qu'un individu aura tendance à assujettir ses réussites uniquement à ses propres qualités personnelles et à son talent incontestable, tandis que ses échecs seront systématiquement liés au mauvais sort. Nassim Taleb¹⁶³, dans son ouvrage, montre qu'en réalité les succès sont dans leur grande part dû au simple hasard, même si cela n'est pas chose simple à faire avouer aux auteurs de ce succès. Alors que tout à l'inverse l'échec sera, dans son discours, forcément lié à des facteurs exogènes même si la personne qui le subi a une grande part de responsabilité. Nassim Taleb défend même que le succès de certains traders n'est en fait que le fruit du hasard et n'est à attribuer la plupart du temps qu'à un simple coup de chance. La véritable réussite ne pouvant être jugée en tant que telle qu'en appui à des performances de long terme.

2.2. Biais de conservatisme

Le biais de conservatisme, ou encore connu sous le nom de dissonance cognitive, a été révélé par Léon Festinger dans les années cinquante¹⁶⁴. Ce biais met à nu le fait que les individus font preuve de conservatisme dans leur prise de décision et ont instinctivement tendance à porter toute leur attention sur les données qui vont dans le même sens que leur propre point de vue et le confirme.

L'attitude étant la résultante d'une dimension affective (dominée par nos émotions) et d'une dimension cognitive (formée par l'ensemble des connaissances et des croyances encrées dans l'esprit de l'individu), la dissonance cognitive se produit dans une situation telle que le cognitif est en totale contradiction avec l'affectif, en

¹⁶² KABBAJ Thami, Op.cit., p.80.

¹⁶³ TALEB Nassim, « Le hasard sauvage », Editions Belles Lettres, Paris, 2009, 384 pages.

¹⁶⁴ FESTINGER Leon, « A theory of cognitive dissonance », Stanford University Press, 1957, 291 pages.

d'autres termes lorsque les connaissances et les croyances de l'investisseur sont en contradiction avec l'information perçue. Cela crée dans l'esprit de l'investisseur un désagréable sentiment de tension qui l'amènera à adopter une perception sélective, en d'autres termes, celui-ci aura tendance à ignorer toute information qui créera cette tension.

« Prenons l'exemple d'un individu qui achète un titre en raison d'une conviction forte appuyée par une analyse poussée et des conseils prodigués par les professionnels reconnus. Le titre ne se comporte pas comme prévu et chute brutalement, ce qui crée un sentiment de malaise chez le trader car l'information perçue (la baisse du titre) est en contradiction avec ses convictions. Malgré tout, il refuse d'accepter cette évidence et considère la chute comme temporaire. Il va dès lors se mettre en quête d'informations qui lui permettront d'appuyer son raisonnement au lieu d'analyser froidement l'information à sa disposition »¹⁶⁵.

Ce phénomène de dissonance cognitive aura tendance à causer une élimination de toute attitude objective. Pis encore, plus le temps consacré par un investisseur sur des recherches sur un titre sera important plus son refus de reconsidérer la situation sera catégorique à cause du lourd investissement personnel qui en a résulté. « Ainsi la minimisation de la peine produite par des décisions qui se révèlent mauvaises fait donc partie du processus décisionnel de l'individu »¹⁶⁶.

2.3. Phénomènes moutonniers ou modes (panurgisme)

Ce phénomène consiste à adopter le même comportement que la « foule » afin d'éviter toute sanction éventuelle (l'investisseur ne peut être sanctionné si sa décision se révèle erronée car tous les investisseurs se sont trompés en même temps). Se qui exonère celui-ci de tout jugement « d'égarement » du moment que celui-ci est collectif.

¹⁶⁵ KABBAJ Thami, Op.cit, 72.

¹⁶⁶ ALBOUY Michel, Op.cit., p. 217.

Encadré n° 5 : Illustration de comportements Moutonniers

▪ Cas n° 1 : Le Krash de 2000

Le rapport de l'ancienne présidente de la SEC¹⁶⁷, Laura S. Unger, a montré que près de 99% des recommandations émises par les quelques 28 000 analystes financiers américains, juste avant le krach de mars 2000, étaient « acheter ou de conserver » les titres¹⁶⁸.

Lors du Krach de mars 2000, Thami Kabbaj¹⁶⁹ avance que 99% des analystes financiers étaient haussiers et donc acheteurs alors que celui-ci avait clairement décelé que de nombreux signaux commençaient à virer au rouge. Selon lui ce chiffre surprenant prouve indéniablement que les analystes financiers n'évoluent pas en vase clos et sont forcément influencés à un moment donné par le point de vue de leurs confrères. Il apparente même ce phénomène à l'approche stratégique du type « dilemme du prisonnier »¹⁷⁰. En ce sens qu'il est préférable pour un analyste financier, en cette situation, d'avoir tort avec la masse plutôt que raison tout seul. Le risque de discrédit, dans ce dernier cas, auprès des gérants et de la communauté financière si le titre progresse dans le sens inverse l'emporte sur le faible risque d'être licencié avec les 99% d'analystes qui ont annoncé la même tendance à tort.

¹⁶⁷ *Securities Exchange Commission*, équivalent de l'autorité des marchés financiers en France.

¹⁶⁸ KABBAJ Thami, Op.cit., pp.31.

¹⁶⁹ Expert en finance comportementale, ancien trader et professeur à l'université Paris-Dauphine.

¹⁷⁰ Deux criminels sont arrêtés par la police. Les policiers ne disposent pas de preuves mais comptent sur les aveux des deux criminels. Ces derniers ont donc tout intérêt à ne pas avouer pour ne pas aller en prison, mais ils savent que s'ils n'avouent pas ils risquent de se retrouver dans une situation bien plus grave que s'ils avouaient puisque l'autre risque d'avouer. Finalement, ils avouent tous les deux et se retrouvent en prison. Dans ce cas, la stratégie dominante consiste à avouer alors que la stratégie la plus avantageuse pour les deux prisonniers était de ne pas avouer. Cet exemple peut s'appliquer aux analystes financiers puisque la stratégie dominante consiste à se plier au consensus dominant alors que la meilleure stratégie aurait été de mener une analyse indépendante.

Encadré n° 2 : Illustration de comportements Moutonniers (Suite)

▪ Cas n° 2 : Faillite de la société Bull

Un deuxième exemple est celui de la faillite de la société Bull. Cette dernière, bien que présentant de réelles faiblesses et des perspectives d'évolution négatives, a été portée à la hausse dans l'envolée fulgurante des valeurs technologiques. En fait, 95% des analystes financiers de la bourse de Paris étaient baissiers en janvier 2000. Position qu'ils ont réajustée, devenant haussiers, à la vue de la progression du titre. Celui-ci a, juste après, entamé sa dégringolade.

Ces précédents exemples illustrent bien le fait que les analystes et de façon plus générale, tous les intervenants sur les marchés sont proie à l'influence et aux recommandations des gourous tout autant que par l'évolution des cours et ne réagissent donc pas systématiquement en fonction des résultats d'une analyse fondamentale rigoureuse. Cette constatation nous pousse à chercher des explications à travers la prise en compte de la dimension psychologique. De sorte à comprendre la raison qui amène des personnes supposées donner une analyse objective, technique et rigoureuse, à adopter un comportement moutonnier dans leur poursuite des performances à court terme. Bernard Coupez, l'ancien président de la SFAF¹⁷¹, a déclaré à ce sujet que « 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 bon 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 »¹⁷².

2.4. L'effet "momentum" des biais permanents

Ce biais est la résultante directe d'un comportement mimétique et a pour effet qu'un titre, dont le cours a déjà étonnamment progressé, poursuive sa montée

¹⁷¹ Société Française des Analystes Financiers.

¹⁷² Conférence animée par Michel Girardet sur le thème : « La versatilité des marchés financiers pourrait-elle être induite par une déficience des méthodes d'analyse ? ».

fulgurante en raison de ce « suivisme » déraisonné. Pis encore, les investisseurs étant déjà sous l'emprise de ce premier biais, ont tendance à fléchir devant un second. En fait, dans une nécessité irréflectie de réduire son anxiété de se retrouver seul à inscrire une contre performance, l'investisseur aura tendance à se rallier à l'avis majoritaire. C'est l'effet de mimétisme ou encore appelé l'effet moutonnier. Cela dit, il est nécessaire de distinguer entre le « mimétisme informationnel », consistant à agir de la même façon qu'un acteur que l'on suppose mieux informé, et le « mimétisme autoréférentiel » qui représente une tentative d'anticipation de grandes tendances à venir afin de les imiter.

2.5. Biais des décisions antérieures performantes

Il peut arriver qu'un investisseur ait analysé un marché de sorte à prévoir son évolution à la perfection et qu'il ait réalisé une grande performance et cela par le plus grand des hasards. Le biais dans lequel l'investisseur peut tomber est d'avoir tendance à se borner à reproduire ce même procédé en croyant que c'est la meilleure façon de faire vu ses performances réalisées par le passé.

Cette situation peut être illustrée par l'exemple classique du trader qui réalise un gain un gain en refusant de couper une position perdante. L'opérateur aurait dû respecter son stop¹⁷³ et sortir avec une perte, mais il a préféré attendre. Par chance (ou malchance¹⁷⁴), sa position évolue favorablement et lui permet d'annuler sa perte et même de générer un profit. Cette expérience va marquer le trader qui, lorsqu'il sera confronté à une situation similaire, pensera que les marchés lui seront de nouveau favorables et répétera la même erreur, c'est-à-dire qu'il ne coupera pas sa position, espérant que le marché évoluera en sa faveur. Cette attitude pourra lui coûter cher par la suite mais il reste aveuglé par le souvenir de ses décisions antérieures¹⁷⁵.

¹⁷³ Le stop est un niveau qui invalide le scénario initial du trader et dont le déclenchement doit provoquer une sortie systématique de la position. Le non-respect du stop peut s'avérer extrêmement dangereux.

¹⁷⁴ C'est en effet la pire des choses qui puisse arriver à un trader : gagner sur une position en ne respectant pas son plan de trading. Cela aura irrémédiablement des conséquences désastreuses à terme.

¹⁷⁵ KABBAJ Thami, Op.cit., p. 74.

2.6. Biais d'encrage

Ce biais a été dévoilé par Kahneman et Tversky en 1973 et met en évidence l'importance du contexte et traite du lien étroit entre celui-ci et la décision qui peut en résulter. Un célèbre exemple peut illustrer ce phénomène :

Encadré n° 6 : La loterie

Une loterie permet de tirer un nombre au hasard compris entre 0 et 100. On obtient les chiffres « 10 » et « 60 » qui sont communiqués respectivement au groupe 1 et au groupe 2, auxquels on pose les questions suivantes :

- Pensez-vous que le pourcentage de pays africains au sein des Nations Unies est supérieur ou inférieur au nombre communiqué ?
- Pouvez-vous donner une estimation du pourcentage de pays africains au sein des Nations Unies ?

On peut constater que les chiffres tirés au hasard n'ont aucun lien avec les questions posées. Pourtant, curieusement, les deux groupes ont malgré tout été influencés par le chiffre tiré : le premier groupe a revu le chiffre communiqué (10%) à la hausse et a estimé à 25% le nombre de pays africains eu sein des Nations Unies. Le deuxième groupe a quant à lui revu à la baisse le pourcentage de (60%), en donnant une estimation de 45%.

En situation d'incertitude, comme dans cet exemple, la prise de décision est fortement influencée par un chiffre, *a priori* absolument pas significatif. Aussi, lors de la cérémonie de remise des prix Nobels 2002, Kahneman a présenté au moment de son allocution le schéma suivant :

Figure n° 5 : Importance du contexte

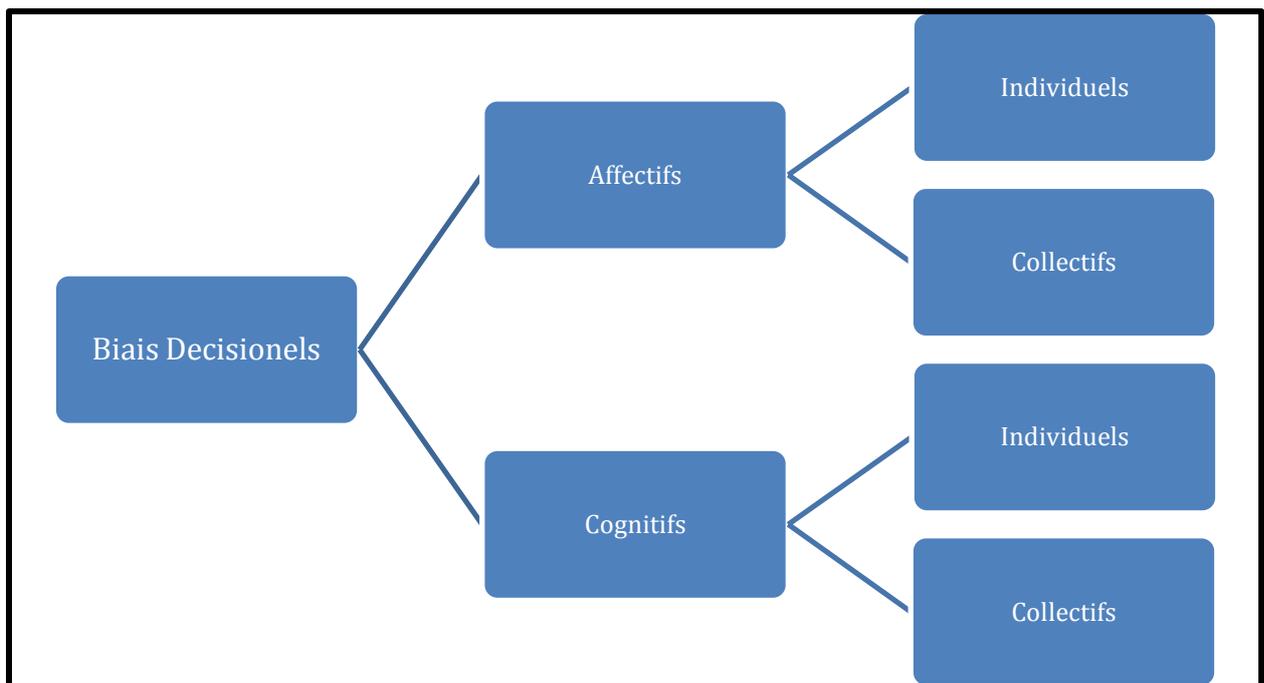


Source : KABBAJ Thami, « L'art du trading », Editions d'Organisation, 2ème Ed., Paris, 2010, p. 71.

Tout observateur de ces deux carrés peut affirmer de façon convaincu que le petit carré à l'intérieur du plus grand dans la droite est plus foncé que le petit de gauche. Cela est complètement faux car ils sont en réalité identiques. Ce schéma illustre à la perfection son analyse et montre bien l'influence du contexte dans la prise de décision. Cette réalité révélée par Kahneman met sérieusement en péril le principe d'utilité espérée qui stipule que les individus sont parfaitement aptes à faire fi de toute référence externe et d'analyser l'information froidement et objectivement. Bien au contraire, les connaissances et les références de tout un chacun peuvent influencer de manière décisive l'analyse de l'information par l'investisseur ainsi que sa perception et l'induire *in fine* en erreur.

Pour finir cette liste non exhaustive, nous pouvons dire que bien que jusqu'à présent il n'existe aucune réelle classification normalisée des biais décisionnels, mais globalement nous avons fait, comme indiqué plus haut, le choix de les scinder en deux grandes catégories : les biais cognitifs et les biais émotionnels. A cela, Greenwich¹⁷⁶ ajoute à cette classification cognitif/affectif le critère individuel/collectif résultant de la corrélation des irrationalités. Ce qui nous permet de déduire quatre catégories de biais décisionnels que nous pouvons schématiser dans la figure suivante :

Figure n° 6 : Une classification des biais décisionnels



Source : Elaboré par nos soins et inspiré de AMBLARD Marc, « La rationalité : Mythes et réalités », Editions L'Harmattan, Paris, 2010, p. 138.

¹⁷⁶ GREENWICH P., « Behavioral finance definitions: Main concepts », 2005. Lien web: <http://perso.wanadoo.fr/greenwich/bfdef.htm>.

Conclusion

D'abondantes recherches en psychologie ont entrepris de mieux cerner les anticipations individuelles et le processus de prise de décision. Celles-ci ont dévoilé à diverses reprises que les individus sont fortement influencés, dans leur prise de décision, par leurs convictions profondes, leurs croyances, ainsi que par leurs émotions.

Daniel Kahneman pense qu'un individu n'agit pas systématiquement de façon rationnelle, et qu'il peut à tout moment être sous l'influence de biais psychologiques. Cela le conduira à ne pas prendre en considération l'information pertinente, et donc ne pas prendre la décision escomptée. Il affirme également que ces biais, pouvant être d'origine cognitive ou bien émotionnelle, sauraient expliquer l'existence d'anomalies boursières récurrentes.

En situation d'incertitude et face à des choix risqués, de nombreux biais psychologiques peuvent exister. La finance comportementale s'attèle à localiser ces dits « biais psychologiques », par le repérage et l'analyse de ces irrationalités répétitives comme nous allons le démontrer dans le chapitre suivant.

Chapitre 2 : Apport de l'analyse psychologique des marchés financiers

Introduction

La finance comportementale offre une nouvelle façon de décrypter les comportements. En effet, celle-ci s'efforce de mettre en évidence des anomalies récurrentes sur les marchés ainsi que des contradictions apparentes dans le comportement des investisseurs.

A partir de là, de nombreuses recherches et études expérimentales ont tenté de construire de solides argumentaires, mettant sérieusement à mal la rigidité des affirmations néo-classiques. De leurs conclusions, nous pouvons donc tirer deux principales lignes directrices :

- La première étant l'irrationalité avérée de l'investisseur dans ses prises de décision ;
- La seconde est le caractère risqué que revêtent les activités d'arbitrage¹⁷⁷.

Nous allons, dans ce présent chapitre, démontrer ces deux points dans ce qui suit afin de dévoiler les apports qui découlent de cette réflexion nouvelle et sa portée explicative à la situation actuelle des marchés financiers.

¹⁷⁷ Les arbitragistes ont pour rôle, dans la théorie financière orthodoxe, d'éliminer les poches d'inefficiences. Ce qui est particulièrement risqué lorsque les cours ne sont pas nécessairement en accord avec leurs valeur fondamentale, et à l'inverse tendent à y être fortement déconnecté dans l'ampleur et dans la durée.

Section 1 : Eclairages apportés par cette nouvelle discipline

Depuis que le monde est monde l'être humain n'a cessé de trouver le moyen de normaliser tous les phénomènes qui l'entourent afin de les traduire dans des lois mathématiques rigides et non évolutives par souci de simplification. Hors la réalité est bien plus complexe que ces normes simplifiées.

Dans le domaine financier, la réflexion théorique de Harry Markowitz s'inscrit parfaitement dans cet état d'esprit. En fait, ce spécialiste de la recherche opérationnelle a élaboré un modèle de diversification optimale du portefeuille de tout détenteur de titres financiers. Ce modèle a pour la première fois tenté de cerner le profil psychologique et comportemental de l'investisseur à travers la combinaison de deux variables : le risque¹⁷⁸ et le rendement¹⁷⁹.

Cerner cet investisseur passera par une évaluation de son degré d'aversion au risque. L'élément clé qui déterminera une différence de comportement entre un investisseur et un autre étant de l'ordre de l'intensité d'aversion car cette propriété d'aversion au risque est partagée par tout individu.

Cela se traduit par le fait que « tout "risquophobe" rationnel exigera, pour "monter un échelon supplémentaire sur l'échelle du risque", un accroissement de rendement financier plus que proportionnel à l'accroissement du risque auquel il consent, et d'autant plus élevé que son aversion à l'égard du risque est grande »¹⁸⁰.

Ce raisonnement trouve sa plus complète réfutation dans les principes fondamentaux de la finance comportementale. En effet, les découvertes faites par la théorie des perspectives infirment ce qui a été dicté dans les modèles classiques et offrent une nouvelle vision enrichie à la compréhension des choix d'investissement.

¹⁷⁸ La notion de risque peut être définie comme un engagement portant une incertitude dotée d'une probabilité de gain ou de préjudice, que celui-ci soit une dégradation ou une perte". Définition tirée de ROUACH Michel, NAULLEAU Gérard, « Le contrôle de gestion bancaire et financière », Editions Revue Banque, Paris, 1998, p.310.

¹⁷⁹ « Le rendement est un taux d'intérêt ajusté pour le risque systématique. Comme tout taux d'intérêt, il détermine donc le prix à payer pour disposer d'un montant donné de capital financier durant une période ». Définition proposée par AKTAS Nihat, Op.cit., p.29.

¹⁸⁰ AKTAS Nihat, Op.cit., p.22.

1. La théorie des perspectives

Un principe fondamental à la finance comportementale est que l'investisseur prend ses décisions par rapport aux principes de la théorie des perspectives, développée dans l'un des plus célèbres articles de Kahneman et Tversky¹⁸¹.

Un des plus grands points soulevés dans les travaux de ces derniers est l'attitude humaine face au risque et plus particulièrement aux décalages existant entre une attitude face au gain ou au contraire face à une perte. En effet, la théorie des perspectives met en avant le fait que les individus n'agissent pas en fonction des préceptes dictés par la théorie de l'utilité espérée en situation d'incertitude mais bien le contraire et c'est ce que nous allons tenter d'illustrer dans ce qui suit.

1.1. La perte aléatoire l'emporte sur la perte certaine

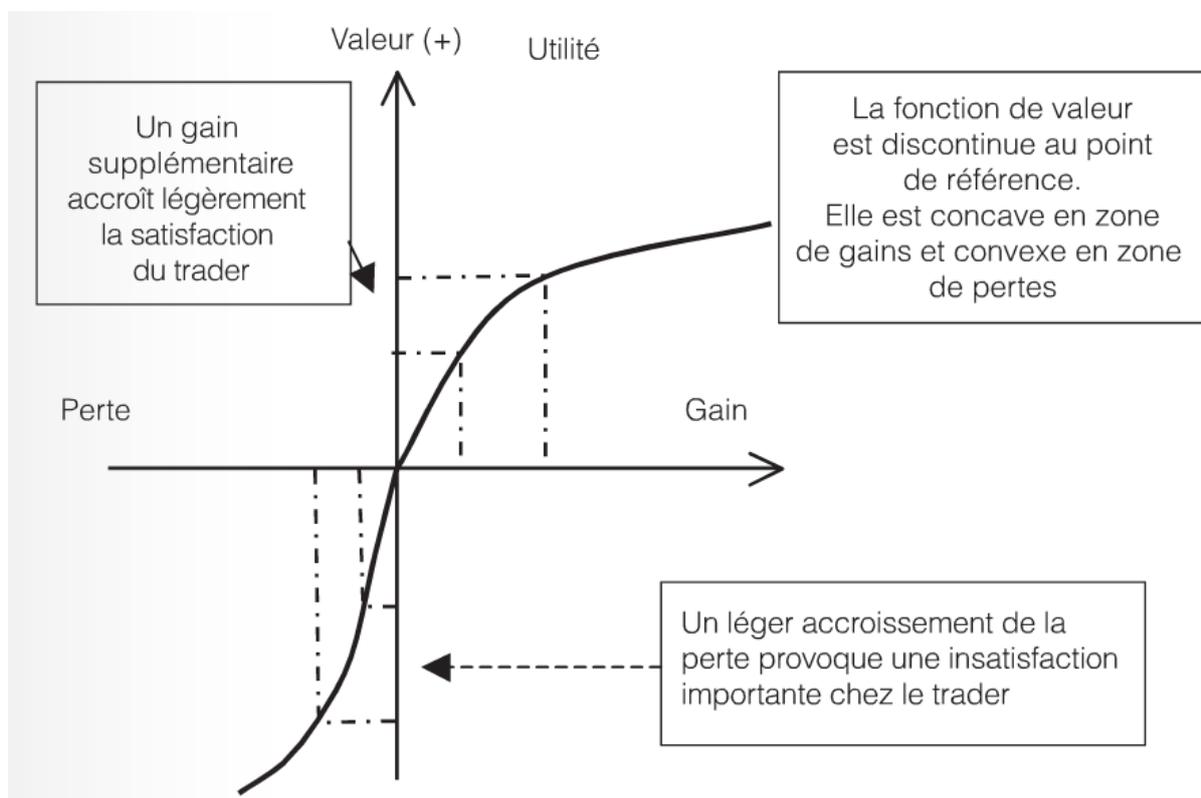
Kahneman et Tversky affirment que l'individu préférera toujours une perte aléatoire à une perte certaine tout autant qu'un gain certain à un gain aléatoire. Ce phénomène peut être synthétisé dans la fonction de valeur représentée dans le graphique n°1 en page suivante.

En fait, celle-ci illustre bien le fait qu'en zone de gain, un individu fera preuve de plus de réticence à la prise de risque, alors que celui-ci hésitera beaucoup moins à en prendre en zone de perte.

En ce sens, il sera très difficile pour un individu d'assumer et d'accepter une perte certaine. Il optera plus facilement pour une perte aléatoire dans l'espoir d'une moindre perte tout en faisant abstraction du fait que ce choix est plus risqué car il pourrait lui faire subir une perte beaucoup plus importante.

¹⁸¹ KAHNEMAN Daniel, TVERSKY Amos, «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk», *Econometrica*, 47(2), March 1979, pp. 263-292.

Graphique n° 1 : La fonction de valeur



Source : KABBAJ Thami, « L'art du trading », Editions d'Organisation, 2^{ème} Ed., Paris, 2010, p. 77.

Sheffrin et Statman, dans une étude réalisée en 1984, montrent qu'un investisseur a tendance à garder en sa possession le portefeuille de titres qui enregistre des pertes plutôt que l'inverse. La raison est que, pour l'investisseur, les vendre implique que ce dernier accepte et assume sa perte alors que dans la réalité celui-ci, tout comme le dit la théorie des perspectives, préférera les garder immobiles au lieu de s'en débarrasser rapidement. Inversement, suite à un gain, un individu manifestera une aversion à l'incertitude et aura tendance à choisir un gain certain plutôt qu'un gain aléatoire (même si l'espérance mathématique de ce dernier est plus importante).

1.2. Asymétrie des attitudes face aux gains et aux pertes

Le second grand paradoxe est que la satisfaction de l'individu se trouve en légère augmentation suite à un gain important alors qu'elle marque une grande dégradation suite à une faible perte.

Cela démontre que l'investisseur est plus atteint par les pertes que par les gains et implique qu'il va attribuer plus d'importance à éviter les pertes qu'à la réalisation du gain, ce qui est appelé phénomène de « l'aversion à la perte » ou en anglais « *Loss aversion* ». Cette tendance de l'individu à préférer éviter une perte plus que l'acquiescer d'un gain trouve son explication dans le fait que « les pertes importantes restent gravées dans la mémoire et détournent durablement l'investisseur des actifs risqués. Inversement, les gains récents diminuent l'aversion au risque et incitent à continuer de se porter acheteur même lorsque les cours sont manifestement surévalués »¹⁸².

L'expérience qui suit vient appuyer cela et montre clairement la différence de comportement d'un individu face à une perte ou face à un gain :

« On propose à un groupe de joueurs les deux options suivantes : perdre 100 € de manière certaine, ou perdre 50 € avec une probabilité de 50% ET perdre 200 € avec une probabilité de 50%. Les joueurs choisissent majoritairement la deuxième option alors même qu'elle est moins attractive sur le plan de l'espérance mathématique (-125 € contre -100 € pour le premier choix) »¹⁸³.

Ce comportement s'explique par le fait que les joueurs, en choisissant le second choix, auront l'espoir de ne perdre que 50 €. Sans compter le fait que ceux-ci auront tendance à compter sur un probable rebond du titre les faisant ainsi revenir à l'équilibre.

Le constat est donc que l'individu rejette l'incertitude en zone de gain et la consent en zone de perte alors qu'il devrait, conformément à la rationalité dictée par les néo-classiques, refuser l'incertitude lors de la perte d'argent pour freiner une éventuelle aggravation de la situation et la tolérer en situation de gain. Coval et

¹⁸² BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, Op.cit., p. 52.

¹⁸³ KABBAJ Thami, Op.cit, p. 77.

Shumway, dans une étude publiée en 2001, montrent que la situation financière d'un trader en milieu de séance sera le déterminant de sa prise de risque c'est-à-dire que si le trader se trouve en zone gagnante en mi-séance, celui-ci cessera de prendre des risques alors que dans le cas contraire et en se trouvant dans une zone de perte, celui-ci aura tendance dans l'espoir de revenir à l'équilibre avant la fin de séance à prendre des risques de plus en plus grands voire même le menant jusqu'à une frénésie de démesure.

De façon générale, nous pouvons retenir que l'argument fondamental relaté dans la théorie des perspectives est que les individus sont plus atteints par les changements de richesse que par les ajustements des niveaux de richesse. En fait, il est affirmé que ces personnes pèsent les probabilités de manière non-linéaire, ce qui signifie que les moindres probabilités sont surévaluées tandis que les variations dans les probabilités de fréquences moyennes sont sous-évaluées. La théorie des perspectives fait donc en quelque sorte la supposition que l'investisseur va évaluer les résultats en termes de gains ou de pertes en relation à un point de référence spécifique au lieu de la valeur finale de son portefeuille d'investissement total.

Par la suite, il a été découvert que les fondements des biais émotionnels sont nés de la théorie des perspectives. Aussi, nous avons jugé nécessaire d'explicitement cette théorie pour pouvoir comprendre les soubassements théoriques des biais émotionnels, de l'impact des émotions sur la rationalité tout autant que leur portée explicative des dysfonctionnements décisionnels des investisseurs.

2. Rationalité et émotions

Notre objectif sera d'analyser l'incidence des émotions sur la rationalité et sur la prise de décision. En effet, les émotions peuvent induire des biais dont l'effet sera d'écarter la décision réelle de la décision optimale.

2.1. Prise en compte des émotions et rôle de celles-ci dans la formation des biais

L'étude des biais décisionnels est une avancée récente et suscite encore de grandes interrogations notamment et plus particulièrement sur leur origine. En ce sens, la piste des émotions est jusqu'à présent la plus privilégiée.

En effet, nous nous appuyons dans ces dires sur le fait que certains modèles reconnaissent dans leur raisonnement même la place des émotions et leur rôle dans la prise de décision, et cela même implicitement.

Nous pouvons prendre l'exemple du modèle PAM « Pain Avoidance Model » élaboré par Jensen¹⁸⁴, ou communément appelé modèle d'évitement de la douleur. Celui-ci tient clairement compte d'une certaine irrationalité des comportements qui se manifeste particulièrement dans des situations extrêmes.

Il y a également Demsetz¹⁸⁵, qui évoque le fait que les sentiments peuvent être interprétés ou rapportés à une sorte de rationalité cachée pouvant permettre à la rationalité « standard » de s'économiser. De ce fait, « si les émotions ne sont pas seules responsables dans l'apparition des biais décisionnels, elles les expliquent pour une large part »¹⁸⁶.

2.2. Influence négative des émotions sur la prise de décision

La littérature fait ressortir la vision de deux courants prenant clairement une position selon laquelle les émotions influeraient négativement sur la décision de l'individu. Le premier courant est celui des théories économiques et managériales, le second issu de la littérature psychologique et neurobiologique.

¹⁸⁴ JENSEN Michael C., « Agency costs of overvalued equity », *European Corporate Governance Institute*, Finance working paper, May 2004, n°39, 12 pages.

¹⁸⁵ DEMSETZ Harold, « The economics of the business firms: Seven critical commentaries », Editions Cambridge University Press, Cambridge, 1995, 191 pages.

¹⁸⁶ AMBLARD Marc, Op.cit., p. 137.

2.2.1. Vision de la théorie économique et managériale

La finance comportementale s'est constituée à travers de nombreux travaux, issus aussi bien de la finance, du marketing, tout autant que de l'économie et même du droit. Ainsi, les différentes visions se sont toutes penchées sur la compréhension de l'effet que les émotions peuvent avoir sur les décisions et l'apparition de biais.

En ce sens, la littérature économique et managériale s'accorde à dire que les émotions impactent négativement sur la prise de décision et l'écartent du choix optimal résultant d'une rationalité substantielle. Les émotions sont donc à l'origine des biais décisionnels qui produisent les inefficiences actuelles apparaissant sur les marchés.

Globalement, « l'impression dominante qui ressort de l'analyse des différents courants intégrant la dimension émotionnelle est la prépondérance de la vision « anti-biais »¹⁸⁷ : dans une approche normative, il faut donc « débiaiser » pour améliorer la qualité des décisions et créer d'avantage de valeur »¹⁸⁸.

2.2.2. Vision psychologique et neurobiologique

Les travaux de Strongman¹⁸⁹ référencent plus de cent cinquante théories en psychologie ayant traité des relations entre décisions et émotions.

Alors qu'il n'est question dans les modèles traditionnels de prise de décision en situation de risque, étayés par les travaux de Von Neumann et Morgenstern, que d'une prise en compte de la dimension cognitive pure liée au traitement de l'information, de nouvelles visions ont surgi depuis une quinzaine d'années prenant dorénavant en considération la dimension émotionnelle.

¹⁸⁷ Pour plus de détails, lire : CHARREAUX Gérard, « Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale" : une réflexion exploratoire... », *Revue Française de Gestion*, N° 157, Juillet-Aout 2005, pp. 215-238.

¹⁸⁸ AMBLARD Marc, Op.cit., p. 139.

¹⁸⁹ STRONGMAN Kenneth T., « The psychology of emotion: Theories of emotion in perspective », John Wiley & sons Editions, Chichester, 1996, 266 pages.

Plus encore, des chercheurs tels que Zajonc¹⁹⁰ font précéder le traitement émotionnel à tout traitement cognitif.

Une surprenante expérience illustre ce constat. L'exemple de Phinéas Gage, traité dans les travaux de Damasio¹⁹¹ en 1994, expose le cas d'un homme qui au cours d'un accident de voiture a vu son crane transpercé par une barre en fer. Cette lésion lui a causé une perte de ses capacités émotives mais pas ses acuités intellectuelles et cognitives. Par la suite, cet individu s'est trouvé incapable d'envisager son avenir ni même de prendre des décisions que l'on pourrait qualifier de « raisonnable ».

Ce cas met en évidence qu'un blocage des réactions somatiques causées par des lésions cérébrales produit des déficits importants à la prise de décision en situation de risque. Les émotions jouent donc un rôle incontestable dans la prise de décision.

3. Impact des biais psychologiques sur l'activité d'arbitrage

Dans la conception néo-classique, la corrélation des irrationalités des investisseurs sur les marchés financiers va causer un éloignement du cours boursier de sa valeur fondamentale. C'est à ce moment là que l'action des arbitragistes agira en ramenant le cours boursier à sa valeur fondamentale à travers la détection de cette anomalie par ceux-ci et leur opération de prise de position inverse à celle des opérateurs irrationnels.

Cette affirmation est désormais remise en doute par le fait que les biais psychologiques rendent l'activité d'arbitrage beaucoup plus risquée et son action plus limitée. En ce sens, Barberis et Thaler¹⁹² démentent ce constat défendu par l'approche traditionnelle en démontrant que dans certaines situations, il peut y avoir décalage

¹⁹⁰ ZAJONC R.B., « Mere exposure: A gateway to the subliminal », *Current Directions in Psychological Science*, N°10, 2001, pp.224-228.

¹⁹¹ DAMASIO Antonio-R., « Descartes' error: Emotion, reason and the human brain », Editions Putnam, 1994. Traduction française « L'erreur de Descartes: La raison des émotions », Editions Odile Jacob, 2008, 368 pages.

¹⁹² BARBERIS Nicholas, THALER Richard, « A survey of behavioural finance », National Bureau of Economic Research, *Working Paper Series*, Septembre 2002, 76 pages.

flagrant entre valeur fondamentale et cours boursier sans pour autant qu'il y est une réelle opportunité d'arbitrage.

Nous allons dans ce qui suit exposer les principales limites qui réduisent considérablement l'action des arbitragistes et par là même compromettre la garantie du maintien d'une efficience avérée des marchés face à une corrélation des irrationalités.

3.1. Le risque fondamental

Partir du postulat que l'individu n'est pas pleinement rationnel et admettre cette réalité dans son analyse est, selon les défenseurs de la finance comportementale, une étape nécessaire afin de comprendre les anomalies à l'efficience du marché. Aussi, les agents irrationnels adoptent généralement des comportements mimétiques, et étant donné que les "noise traders" sont eux même des agents irrationnels, leur action va considérablement porter préjudice à l'efficience informationnelle des marchés. Pourquoi ?

L'explication est toute simple. La réalité du marché fait ressortir que l'information n'est pas parfaite et plus encore, l'information clé qui pourrait être déterminante dans le choix d'investissement peut très souvent ne pas être gratuite. Ce qui fait que l'opérateur aura systématiquement tendance à adopter un comportement mimétique afin de minimiser son risque. Son raisonnement le poussera à se fier à la tendance dominante en pensant qu'il doit forcément y avoir une raison à cette tendance baissière ou haussière (une information dont il ne peut avoir accès ou qui est gardée secrète au grand public...). Il considérera donc la tendance du marché comme un signal valide de l'évolution future des cours.

Shleifer et Summers sont de ceux qui pensent qu'il y avait risque fondamental sur les marchés japonais, ce qui a entraîné le grossissement et l'amplification de la bulle spéculative d'alors. Effectivement, dans les années quatre-vingt, malgré le fait que les actions japonaises tout autant que le PER¹⁹³ se trouvaient déjà à un niveau

¹⁹³ PER est le diminutif de Price Earning Ratio. C'est le ratio « cours sur bénéfice ». Il est utilisé en vue de l'estimation du nombre d'années de bénéfice que nécessite le remboursement de l'achat d'un titre. Un PER à hauteur de 60 veut dire que le cours actuel est égal à 60 fois les bénéfices de la société ou du secteur en question et indique donc la surévaluation évidente du cours.

élevé (entre 20 et 60), cela n'a pas freiné sa progression malgré les signaux évidents de surévaluation. Ces deux économistes pensent qu'à ce moment là, il était risqué pour eux d'intervenir pour ces raisons :

- i. Difficulté pour un investisseur d'avoir l'absolue certitude de la surévaluation du titre et ce en raison de la possibilité de survenance d'une information jusqu'alors inconnue du grand public et qui viendrait donc justifier cette évolution fulgurante. Cette information pourrait être par exemple un projet de loi en faveur du secteur, la découverte d'une innovation majeure...etc.
- ii. Impossibilité de déterminer combien de temps cet écart entre valeur fondamentale et cours boursier va perdurer avant un éventuel retour à la norme.

3.2. Le risque lié aux *Noise traders*

Ce risque a été dévoilé par De Long¹⁹⁴ en 1990 afin d'illustrer de quelle façon l'action des "noise traders" rend l'intervention des arbitragistes plus risquée.

En fait, l'action du "noise trader" fera perdurer dans le temps et amplifier les tendances haussières ou baissières sur les marchés financiers, poussant ainsi de force l'arbitragiste à sortir de sa position inverse à la tendance générale sous peine de perdre beaucoup d'argent en allant à contre sens de l'optimisme ou au pessimisme ambiant animé par ceux-ci. Cela fait que l'arbitragiste n'est plus en mesure d'assurer sa fonction régulatrice et ne peut contribuer au maintien de l'efficience des marchés. Et étant donné ce risque qui paralyse leur activité, les arbitragistes n'ont donc plus qu'une efficacité très réduite.

3.3. Le coût de l'arbitrage

Cet argument va à l'encontre d'un autre principe néo-classique, celui qui postule que les coûts de transaction sont quasi-nuls. En réalité ce postulat est contredit par la réalité des marchés et les arbitragistes doivent faire face à des coûts

¹⁹⁴ De LONG J.B., SCHLEIFER A., SUMMERS L.H., WALDMAN R.J., « Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation », *Journal of Finance*, 1990, n°45, pp. 379-395.

de transaction ne serait-ce que pour s'acquitter des nombreuses commissions de courtage ainsi que des fourchettes bid/ask des teneurs de marché. Vu ces coûts, l'arbitragiste n'entreprendra son action que si le potentiel de gain compensera de façon certaine l'opération, dans le cas contraire il ne sera pas intéressé pour lui de continuer. Ce raisonnement réduira donc considérablement le nombre d'opérations d'arbitrage sur le marché et induira donc une efficacité réduite de l'arbitrage et à terme la non garantie de l'efficience du marché.

Afin d'illustrer l'argumentaire présenté ci-dessus, Barberis et Thaler, proposent l'exemple suivant : « Les estimations des analystes financiers convergent sur une valeur fondamentale de 20 dollars pour le titre du constructeur automobile Ford. Sans véritable raison d'ordre fondamental, des *Noise traders* pessimistes se mettent à vendre le titre qui ne vaut plus que 15 dollars. Selon l'approche traditionnelle, cette situation aurait dû entraîner un achat massif du titre de la part des arbitragistes. Dans les faits, l'arbitrage n'a pas nécessairement lieu car il s'avère risqué. Les deux économistes vont donc mettre en évidence deux types de risque : le risque fondamental et le risque lié aux *Noise traders*. De même, ils montrent que l'existence de coûts de transaction rend l'arbitrage coûteux, ce qui diminue son efficacité »¹⁹⁵.

Section 2 : Analyse de l'introduction de Facebook en bourse

Après avoir mis en avant les principes de la théorie comportementaliste, nous allons passer dans cette seconde section à une illustration mettant en évidence la force des sentiments de foule, à quel point elles peuvent dicter la conduite du marché et leur impact sur les places boursières.

L'étude de ce cas précis nous a semblé particulièrement pertinente car celle-ci nous permettra de constater concrètement à quel point les marchés financiers peuvent sortir de toutes les barrières formelles qui leur ont été dressées pour manifester une évolution en toute similitude à l'évolution des sentiments de foule. Sentiments formés de

¹⁹⁵ Rapporté par KABBAJ Thami, Op.cit, pp. 84 et 85.

personnes tout comme vous et moi à l'égard de la valeur d'une action ou d'un quelconque actif financier.

En fait, Paul Hawtin, PDG et fondateur de Derwent Capital Markets déclare à ce sujet « *Nous savons tous que la Bourse fonctionne sur les sentiments de cupidité et de peur et l'analyse de Twitter permet de refléter cela* ». Les traders avertis ont compris cela et investissent désormais sur les marchés en fonction du décryptage qu'ils font de l'humeur dominante à l'égard d'un actif. Sentiments et humeurs pouvant, entre autres, être tirés d'interfaces de discussions comme les réseaux sociaux qui représentent une source idéale regroupant les avis de milliers de personnes à travers le monde entier.

1. Présentation de Facebook

Pour le définir en quelques mots, nous pouvons dire que « Facebook est un réseau social sur Internet permettant à toute personne possédant un compte de créer son profil et d'y publier des informations, dont elle peut contrôler la visibilité par les autres personnes, possédant ou non un compte. L'usage de ce réseau s'étend du simple partage d'informations d'ordre privé (par le biais de photographies, liens, textes, etc) à la constitution de pages et de groupes visant à faire connaître des institutions, des entreprises ou des causes variées... Le nom du site s'inspire des albums photo (« trombinoscopes » ou « facebook » en anglais) regroupant les photos prises de tous les élèves au cours de l'année scolaire et distribuées à la fin de celle-ci aux étudiants »¹⁹⁶.

1.1. Le géant de l'internet en quelques chiffres

Facebook est l'interface de réseau-social la plus puissante au monde et pour illustrer cela voici, dans le tableau ci-dessous, quelques chiffres clés donnant une idée de l'ampleur de ce « giga-média de communication ».

¹⁹⁶ Définition tirée de Wikipédia, l'encyclopédie libre.

Tableau n° 2: Données clés de l'ampleur de la société Facebook

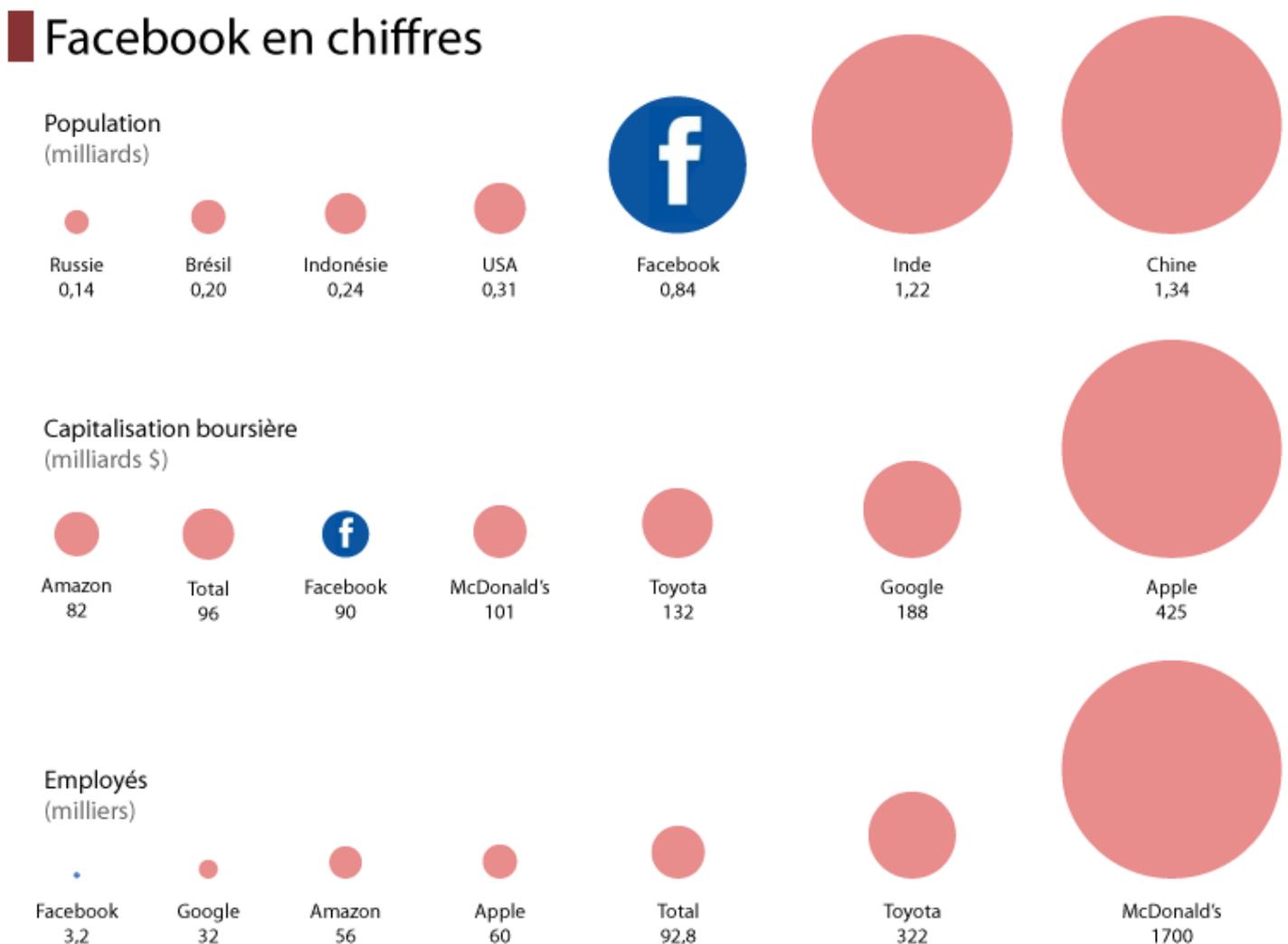
LES UTILISATEURS	ASPECTS FINANCIERS
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 901 millions de membres actifs ▪ 526 millions de membres actifs chaque jour ▪ 488 millions de membres actifs sur mobile ▪ 15 millions de membres ayant acheté des biens virtuels en Facebook Credits en 2011 ▪ 24 millions de membres en France. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 3,7 milliards de dollars de CA en 2011, dont 85% en publicité ▪ 1,058 milliard de dollars de CA au 1er trimestre 2012, dont 536 millions aux Etats-Unis et 522 millions dans le reste du monde ▪ 205 millions de dollars de résultat net au 1er trimestre 2012 ▪ 677 millions de dollars de dépenses au 1er trimestre 2012 ▪ 3,910 milliards de dollars de cash ▪ 388 millions de dollars de dépenses en R&D (recherche et développement) pour l'année 2011 (contre 144 millions en 2010) ▪ 153 millions de dollars de dépenses en R&D (recherche et développement) pour le 1er trimestre 2012 (contre 57 millions pour le 1er trimestre 2011).
ACTIVITE DES UTILISATEURS	ENTREPRISE : BUREAUX ET SALARIES
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 125 milliards de relations entre "amis" ▪ 300 millions de photos uploadées chaque jour ▪ 3,2 milliards de "J'aime" et commentaires chaque jour ▪ 42 millions de pages ayant 10 fans ou plus 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 3539 salariés (au 31/03/2012) ▪ 12 bureaux aux Etats-Unis ▪ 18 bureaux à l'étranger ▪ Facebook est disponible en 70 langues.

Source : « Facebook, les chiffres clés au 30 avril 2012 », sur le site web onprenduncafe.com.

1.2. Forces de la société et potentiel de croissance du marché

Certaines images sont extrêmement parlantes et comme l'illustre bien les deux figures ci-après, si Facebook était un pays il serait la troisième nation la plus peuplée de la planète après la Chine et l'Inde et représente deux fois la population des Etats-Unis.

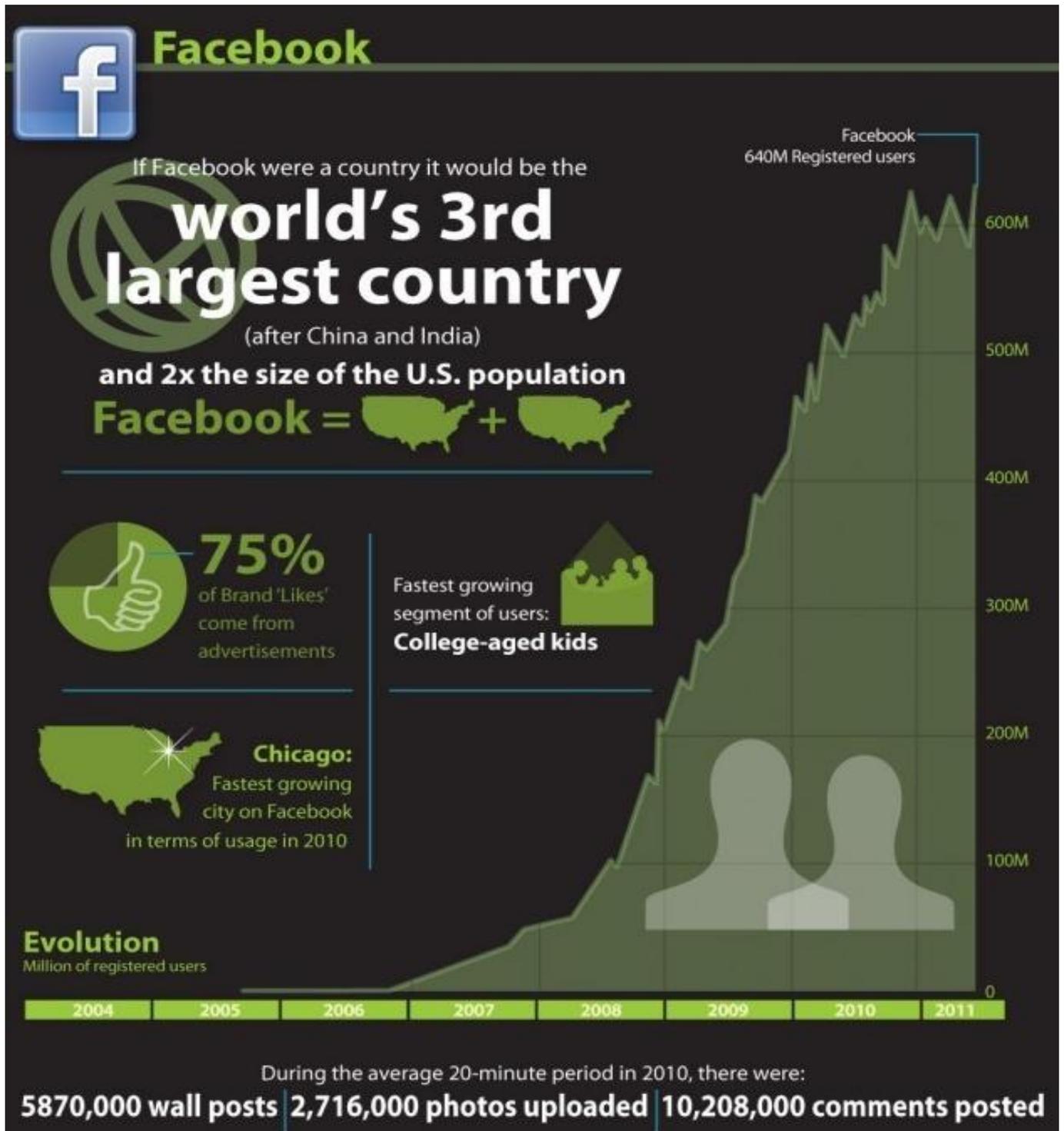
Figure n° 7: Chiffres représentant le poids de Facebook en 2011



Sources : Bloomberg, ONU, The Economist, Cafedelabourse.com

Source: Données compilées à partir de Bloomberg, ONU, The Economist, Cafedelabourse.com et repris par CURAU Laurent « Introduction en Bourse de Facebook : faut-il investir ? », Article publié le 16 mai 2012 sur www.cafedelabourse.com.

Figure n° 8 : Croissance fulgurante du nombre d'utilisateurs



Source: "Search Engine Journal", repris par UEHARA HENRIKSON Jenise, « The growth of social media: an infographic», Article publié le 30 aout 2011 sur www.searchenginejournal.com.

Plus encore, Facebook ne cache pas son ambition d'atteindre le milliard d'utilisateurs et est persuadé d'un bel avenir devant lui. En effet, une analyse du secteur permet de relever deux facteurs clés annonciateurs d'un potentiel de croissance très enthousiasmant¹⁹⁷ :

- i. **La croissance rapide du taux de pénétration d'internet**, qui rend Facebook accessible à de plus en plus de monde. Le Boston Consulting Group estime que 3 milliards de personnes auront accès à internet en 2016, contre 1,6 milliards en 2010.
- ii. **La montée du téléphone mobile**. Déjà plus de 425 millions de personnes se connectent à Facebook depuis leur mobile. La majeure partie de la croissance du réseau viendra de là, et pourrait permettre à Facebook de dépasser 1 milliard d'utilisateurs.

2. L'introduction en bourse

2.1. Analyse des premières heures après l'introduction

L'introduction de Facebook a eu lieu le 18 mai dernier et a affiché, contre toute attente, une perte de plus de 15% durant les quatre premiers jours de son introduction. Plus intrigant encore, les analystes qui se sont penchés sur le sujet ont relevé une étrange similitude entre l'évolution du cours de l'action et les sentiments à l'égard de sa valeur, dans des avis postés en temps réel sur Twitter.

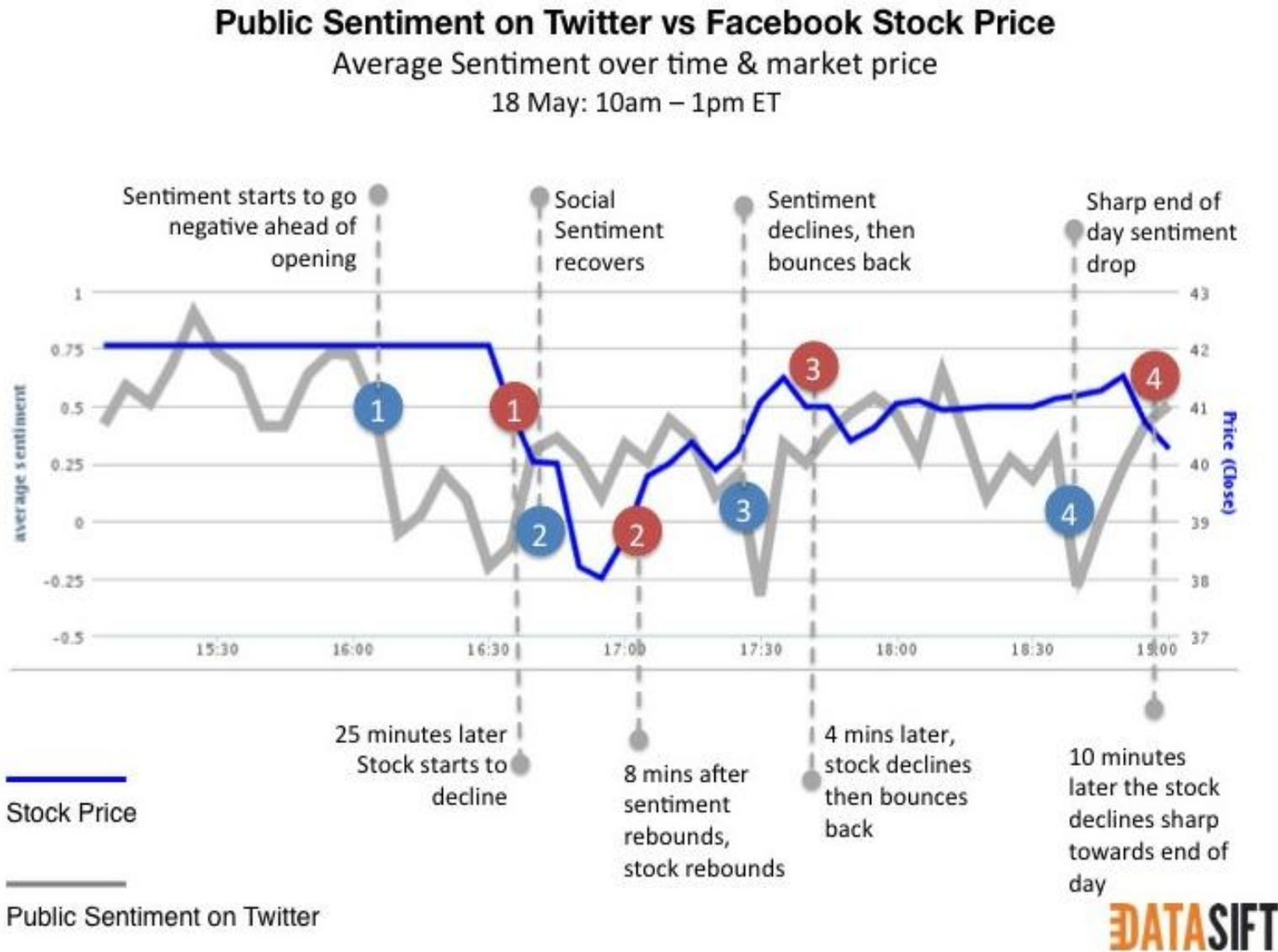
En effet, comme en témoigne le premier graphique ci-dessous, les « sentiments » exprimés sur Twitter (compilation des messages positifs et négatifs) concernant l'évolution de la valeur de l'action Facebook allait systématiquement être suivis par une évolution toute similaire de la bourse. Ainsi, les analystes du cabinet d'étude DataSift¹⁹⁸ ont enregistré près de 100.000 interactions sur Twitter, « pour être tout à fait exact - au cours de six heures - Datasift a récupéré exactement 95019 interactions entre 58665 auteurs. C'est suffisant pour former une sorte de consensus

¹⁹⁷ CURAU Laurent, Op.cit.

¹⁹⁸ Datasift est une société américaine spécialisée dans l'analyse des données sur réseaux sociaux et sites de microblogging.

sur les données »¹⁹⁹ et ont constaté que le reflux de la conversation semblait indiquer quasi-systématiquement comment l'action de Facebook allait évoluer.

Graphique n° 2 : Premier jour de cotation de Facebook au Nasdaq

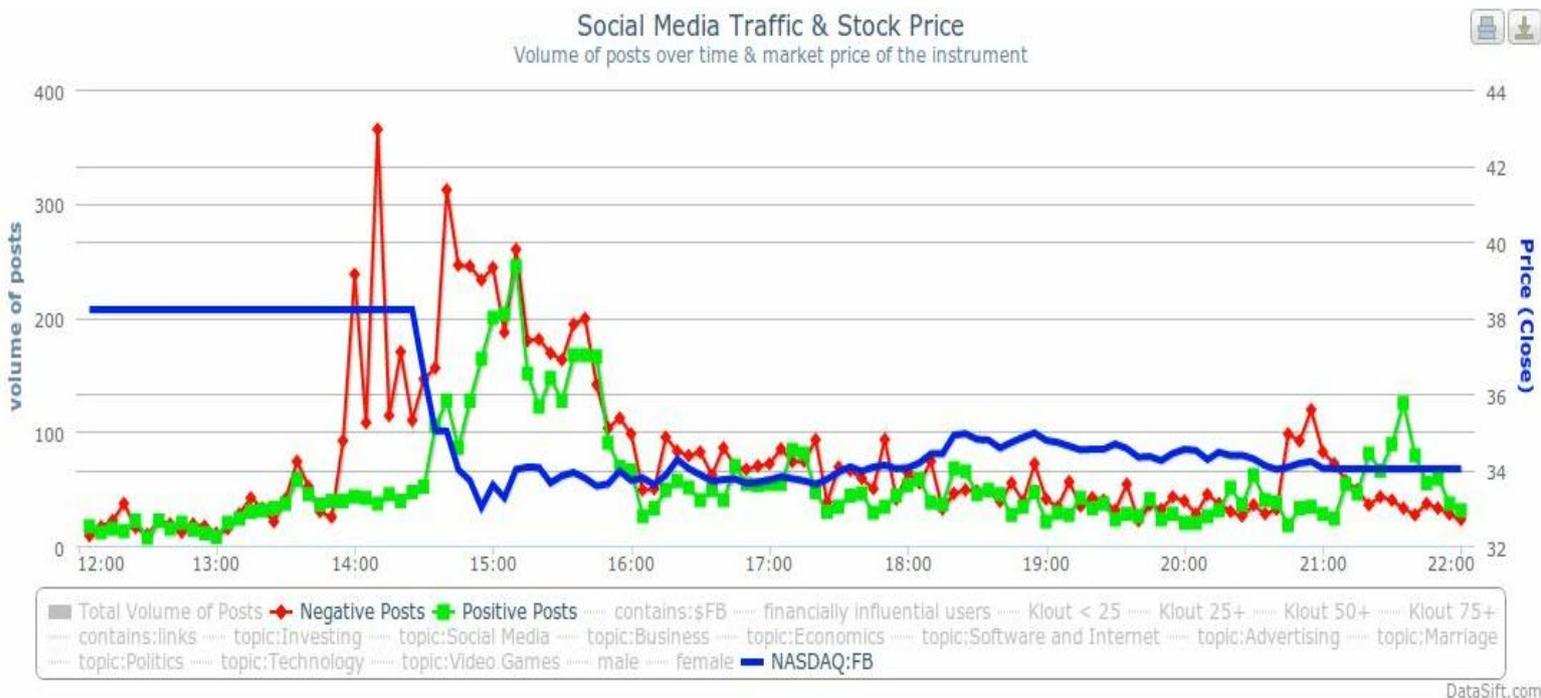


Source : Datasift.com, repris dans : BISHOP Rollin, « Study Finds Twitter Responses Mirrored Facebook’s Stock Price », Article publié le 20 mai 2012 sur www.geekosystem.com.

¹⁹⁹ BISHOP Rollin, « Study Finds Twitter Responses Mirrored Facebook’s Stock Price », Article publié le 20 mai 2012 sur www.geekosystem.com.

En ce sens, « À chaque fois que le volume des gazouillis négatifs augmentait sensiblement, l'action chutait 20 minutes plus tard, assure Tim Barker, responsable marketing pour DataSift »²⁰⁰. Le second graphique confirme cette analyse en faisant apparaître l'évolution des deux courbes (messages positifs et messages négatifs) en comparaison avec l'évolution du marché. La juxtaposition des deux est extrêmement parlante.

Graphique n° 3 : Deuxième jour de cotation de Facebook au Nasdaq



Source : Datasift.com, repris dans : BISHOP Rollin, « Study Finds Twitter Responses Mirrored Facebook's Stock Price », Article publié le 20 mai 2012 sur www.geekosystem.com.

²⁰⁰ SEIBT Sébastien, « Quand Twitter joue les boules de cristal pour les traders », Article publié le 25 mai 2012 sur france24.com/fr/.

2.2. Un phénomène non singulier

L'expérience de Facebook n'est cependant pas la première où une forte corrélation entre le sentiment de foule et l'évolution du cours boursier a été remarquée. D'autres graphiques apportent les mêmes évidences sur la société RIM²⁰¹ à l'occasion de la démission de ses deux patrons le 22 janvier 2012. En effet, « DataSift s'était penché sur la corrélation entre l'accueil positif de ces démissions par les internautes sur Twitter et le rebond de l'action RIM »²⁰² et là aussi, nous pouvons constater des similarités évidentes entre les deux courbes. Tim Backer déclare à ce sujet qu' « en février (2012), nous avons fait une analyse de la démission des co-PDG de Research In Motion (de la société RIM). La comparaison des prix de l'action et le sentiment de conversation sur Twitter était saisissante. La nouvelle éclata un dimanche soir, lorsque les marchés étaient fermés. Les commentaires ont commencé à se répandre rapidement sur Twitter et dans d'autres plates-formes sociales - indiquant l'importance de l'information »²⁰³.

Les graphiques ci-dessous montrent le sentiment général de la conversation et démontrent comment un interrupteur dans le sentiment sociétal du négatif au positif, dans ce cas, peut représenter un pré-indicateur de l'évolution du cours boursiers :

²⁰¹ Le constructeur Canadien de Blackberry.

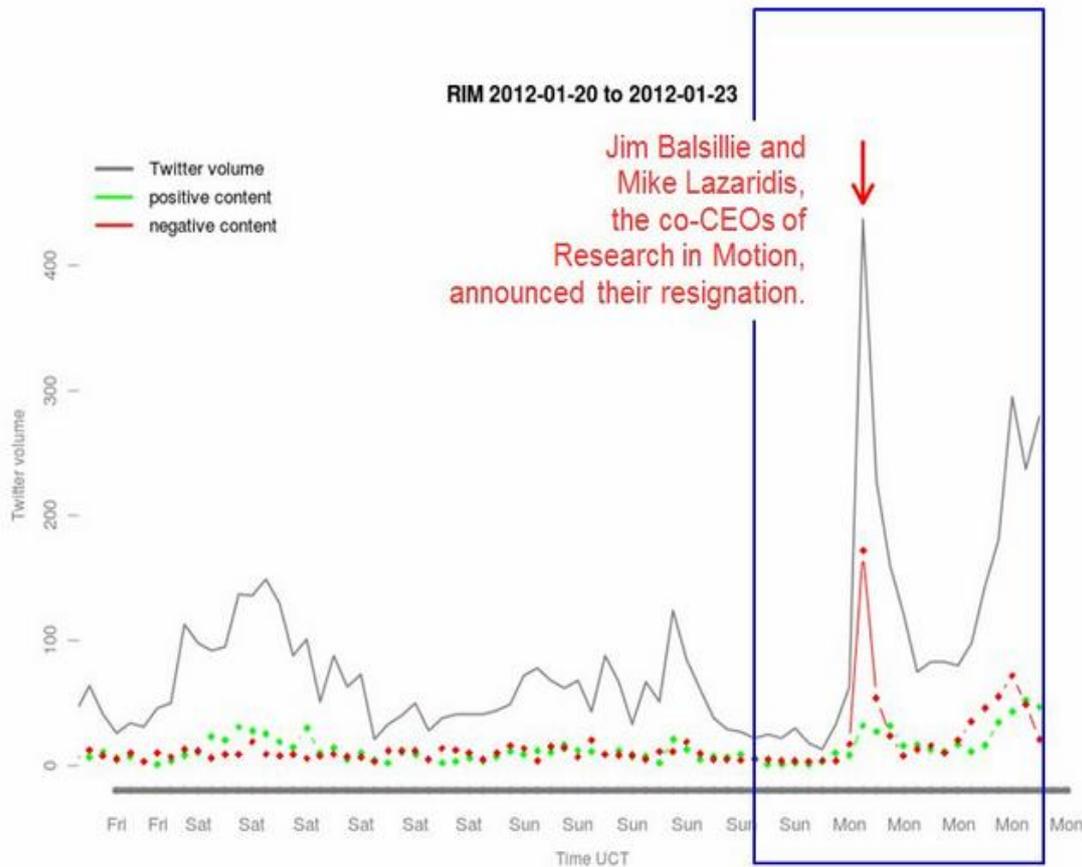
²⁰² SEIBT Sébastien, Op.cit.

²⁰³ BARKER TIM, « Can Twitter predict Facebook's stock price? », Article publié le le 24 mai 2012 sur www.kernelmag.com.

Graphique n° 4 : Réactions recueillies lors de l'annonce

RIM CEOs resignation

Tweets show mostly negative sentiment. No surprise – stock declines



RIM has announced on its website that its CEOs are resigning.

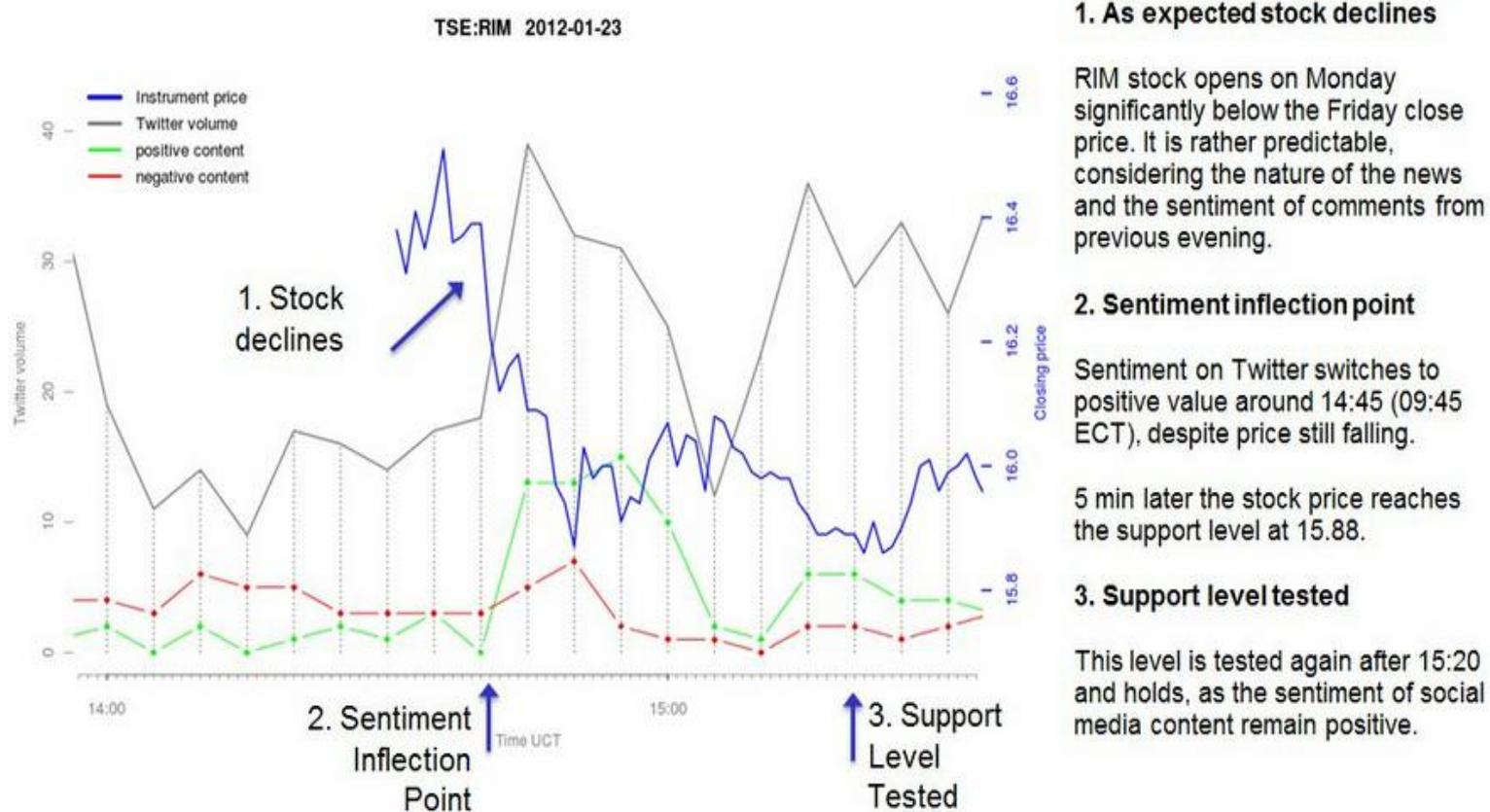
The news broke on Sunday evening and generated large spike of social media activity (over 400 posts an hour = 1 every 10 sec).

The first reaction has been overwhelmingly negative (sharp spike of negative sentiment (red line)).

Source : Datasift.com, repris dans : BARKER TIM, « Can Twitter predict Facebook's stock price? », Article publié le le 24 mai 2012 sur www.kernelmag.com.

Graphique n° 5 : Réaction du marché

Stock price declines for 20 mins, but social sentiment turns around – 5 minutes later, stock reaches support level



1. As expected stock declines

RIM stock opens on Monday significantly below the Friday close price. It is rather predictable, considering the nature of the news and the sentiment of comments from previous evening.

2. Sentiment inflection point

Sentiment on Twitter switches to positive value around 14:45 (09:45 ECT), despite price still falling.

5 min later the stock price reaches the support level at 15.88.

3. Support level tested

This level is tested again after 15:20 and holds, as the sentiment of social media content remain positive.

Source : Datasift.com, repris dans : Datasift.com, repris dans : BARKER TIM, « Can Twitter predict Facebook's stock price? », Article publié le le 24 mai 2012 sur www.kernelmag.com.

Face à cette constatation, « certains investisseurs pensent de plus en plus sérieusement que l'analyse des tweets peut permettre de gagner de l'argent en Bourse »²⁰⁴. Aussi, ce procédé deviens tellement courant que « La société d'investissement britannique Derwent Capital Markets (DCM) a même retravaillé son

²⁰⁴ SEIBT Sébastien, Op.cit.

modèle économique autour de cette idée. Elle a été la première à introduire, en juin 2011, un "hedge fund" (fonds d'investissement spéculatif) qui choisit ses placements en fonction de l'humeur sur Twitter... Elle a ainsi annoncé, jeudi 24 mai, qu'elle allait commercialiser un outil clé en main d'analyse "du sentiment sur Twitter" de n'importe quelle action à n'importe quel moment »²⁰⁵.

Conclusion

La finance classique ayant la démesure de prétendre à la place de la plus scientifique des sciences sociales, car appuyée par le calcul et la logique, a omis qu'elle était une science humaine. L'être humain ne pouvant être cerné par des descriptions mathématiques, la théorie quantitative et les modèles élaborés auxquels elle se rapporte ont occulté les préoccupations des agents faisant face au marché réel et non à son idéal. Face à cela, la finance comportementale se veut être un apport à la compréhension de tout comportement sortant des modèles « logico-mathématiques ».

Ainsi, tout au long de ce quatrième chapitre nous avons pu voir, très schématiquement, que l'argumentaire de la finance comportementale se fonde sur deux hypothèses fondamentales pour asseoir sa réflexion, complémentaires l'une à l'autre : la première étant le constat de non rationalité de l'investisseur et la seconde étant la découverte de l'impuissance des arbitragistes face à l'irrationalité collective.

Par la suite, nous avons pu voir dans le cas de l'introduction de Facebook en bourse un exemple de ce qui peut se produire sur la valorisation d'une action. Qu'elle peut être proie à un sentiment partagé par la foule plutôt qu'à un raisonnement basé sur une analyse fondamentaliste, rationnelle et sur des calculs précis.

²⁰⁵ SEIBT Sébastien, Op.cit.

Conclusion à la partie 2

Depuis les transformations récentes des marchés, « Angoisse permanente, souci de tous les jours, l'évaluation d'un ensemble de titres financiers, son comportement face à tel événement économique, sa valeur dans le futur, sont le cœur de la finance, et une source de stress toujours renouvelée pour les détenteurs d'actifs ou ceux qui travaillent sur les marchés. Ces interrogations et ces appréhensions sont nées avec les premiers produits financiers et n'ont jamais disparu. Comment faire ? Quel calcul utiliser ? Peut-on même prévoir quoi que ce soit ? »²⁰⁶.

La finance comportementale a donc construit un autre modèle de rationalité, celui qui prendrait en considération l'aspect imprévisible et les failles humaines dont tout investisseur doit prendre conscience « car une chose est sûre: il ne sera jamais possible de modéliser la peur, le mimétisme et encore moins l'impact des contraintes réglementaires, prudentielles et comptables sur les comportements des investisseurs. Or c'est bien la compréhension de ces phénomènes qui peut permettre de gérer et d'appréhender les crises " modernes" de la finance. »²⁰⁷.

L'investisseur doit donc élargir son champ de vision pour tenir compte de cela dans tout choix d'investissement car admettre l'importance de la psychologique du marché peut être un atout en sa faveur, voire même une nécessité pour sa survie.

²⁰⁶ HERLIN Philippe, Op.cit., pp. 21 et 22.

²⁰⁷JAUENT Patrick, « Alerte, les robots ont pris le pouvoir dans la finance ». Article mis en ligne le 9.03.2012 sur le site web : www.cfo-news.com.

PARTIE 3
ANALYSE DE LA CRISE
FINANCIERE DE 2007

Introduction à la partie 3

« La nature humaine étant ce qu'elle est, l'homme n'est pas une mécanique froide, désincarnée et parfaitement rationnelle comme postulé dans les modèles simplificateurs mais utiles. Il connaît donc la paresse, la cupidité et la peur, terreau nécessaire et fertile des bulles et des crises »²⁰⁸.

L'histoire économique restera définitivement marquée dans ses annales par la première crise financière du XXI^{ème} siècle qu'a été la crise de 2007. Cette dernière fut la plus désastreuse depuis La Grande Dépression.

En effet, celle-ci a eu des effets catastrophiques et son onde de choc a touché tous les pays du monde, que ce soit d'une façon directe ou indirecte. Cela dit, quelles ont été les raisons de ce "cataclysme" qui n'aurait jamais dû se produire ou du moins pas dans les modèles financiers classiques érigés avec tant de minutie depuis de si nombreuses décennies ?

Dans quelles circonstances et pourquoi la crise actuelle de 2007 s'est-elle produite ? Quel éclairage peut apporter la finance comportementale en la matière ? Telles seront les interrogations auxquelles nous tenterons de répondre dans cette dernière partie.

Ainsi, nous allons dans un premier chapitre analyser la crise sous un angle d'analyse globalement conventionnaliste qui postule encore aujourd'hui que celle-ci a été avant tout une crise déclenchée par les crédits hypothécaires à hauts risques dits « *Subprimes* », puis développer une seconde vision comportementaliste qui analyse la crise sous un regard plus pointu des diverses failles du système à travers les différents comportements de ses intervenants qui ont conduit à l'éclatement d'une crise aux effets ravageurs.

²⁰⁸ QUIRY Pascal, LE FUR Yann, « Pierre VERNIMMEN, Finance d'entreprise 2009 », Editions DALLOZ, Paris, 2008, p. VI.

Chapitre 1 : La crise au regard de la finance de marché

Introduction

La crise, ayant éclatée au cours de l'été 2007, s'est tout de suite propagée au marché monétaire et du crédit induisant en premier lieu le ralentissement économique de la première puissance mondiale, les Etats-Unis d'Amérique, puis des répercussions agrégées à la sphère économique mondiale.

Les banques commerciales et les différentes institutions financières ont enregistré plusieurs centaines de milliards de dollars de pertes. Les entreprises et les ménages n'ont pas été épargnés par la forte augmentation des taux d'intérêts des emprunts, et l'accès au crédit est tout de suite devenu très restreint. Le monde entier a reçu cette onde de choc, un véritable « *Credit Crunch* » qui a fait s'affoler les marchés financiers les plus puissants au monde.

Ainsi, vu les effets désastreux de cette crise, un examen et une réflexion sur celle-ci s'impose afin de mettre en lumière les dysfonctionnements et relever les failles à la source de ce "cataclysme". A cet effet, ce présent chapitre tentera d'analyser cette onde de choc sur toute la sphère financière, de ses premiers signaux jusqu'à ses toutes récentes conséquences, et ce sous le regard que nous offre la finance de marché.

Plus encore, la première section s'intéressera à la signification donnée aux crises ainsi que les prémisses du développement de celle de 2007 dans un cadre propre au marché hypothécaire US. Une seconde section tentera de retracer les étapes décisives ayant mené à la création et à l'éclatement de la bulle immobilière en essayant de dénombrer ses principaux facteurs de déclenchements et mécanismes de propagation.

Section 1 : La crise financière internationale de 2007 ; le plus grand dysfonctionnement financier du début du XXI^{ème} siècle

La crise de 2007 est l'une des crises les plus sévères jamais traversée et qui continue, encore aujourd'hui, à tirer insidieusement toutes les économies des sociétés occidentales vers la récession. De nombreux observateurs la nomment crise des « *Subprimes* ». Cela dit, est-ce vraiment la seule origine de cette crise ? Quels ont été les facteurs de déclenchement ? Et comment a-t-elle démarré ?

1. Etude du concept de « crise »

Sur un plan strictement théorique, « les économistes classiques ne disposent pas des instruments d'analyse adéquats pour les comprendre (les crises) autrement que comme des évènements purement conjoncturels ou des phénomènes aberrants »²⁰⁹. La principale raison à cela se trouve dans les fondements de l'économie politique et s'exprime à travers l'incontournable loi des débouchés de Jean-Baptiste Say. Cette dernière postule qu'une crise généralisée de surproduction ne peut exister car toute offre crée systématiquement sa propre demande.

De ce fait, « si à tel ou tel moment apparaît un excès d'offre dans tel ou tel secteur, ce déséquilibre sera vite corrigé par la réallocation de la main d'œuvre et des capitaux vers les branches qui inévitablement en ont besoin. Il ne peut en être autrement, dès lors qu'on laisse fonctionner sans entrave les lois "naturelles" de l'économie »²¹⁰. Par analogie, cette crise du marché de l'immobilier n'aurait jamais dû se produire y compris en ces conditions d'excès d'offre de crédit. C'est ce que nous allons tenter de comprendre.

1.1. Définition et genèse du concept de « crise »

La sémantique du terme « crise » est très riche. En effet, ce mot « est apparu en français à la fin du XIV^e siècle. C'est le latin médical *crisis*, emprunté au grec *Krisis*,

²⁰⁹ ROBERT Pierre, « Croissance et crises : Analyse économique et historique », Editions Pearson Education, Paris, 2010, p. 127.

²¹⁰ Ibid.

décision, qui vient du verbe *Krinein*, discerner. A cette époque, le mot *crisis* désigne, dans l'histoire d'une maladie, un moment d'acmé, un instant crucial ou un point d'inflexion se traduisant par un changement subit du malade, en bien ou en mal. Ce moment de la maladie où se manifeste la « crise » est appelé moment critique (du latin *crisimus* ou même *criticus*) »²¹¹.

Dans la même logique, une crise « est le moment du plus grand trouble : par exemple comme on l'a vu dans le cas d'une maladie, le moment où la fièvre est à son maximum. Mais ce moment *décisif* qu'est la crise appelle justement une analyse, et un discernement de ses causes, qui amènera... un *diagnostic* et l'indication d'une *thérapeutique*. Il en va ici des crises économiques ou culturelles comme des maladies »²¹². En termes financiers, « Les crises financières représentent des ruptures massives des marchés financiers, qui se caractérisent par de fortes chutes du prix des actifs et des faillites d'entreprises »²¹³.

Sismondi, un économiste suisse, fut le premier à offrir une tentative de conceptualisation des crises en les apparentant à des « phénomènes organiques », c'est-à-dire inhérents à la nature et au fonctionnement du nouveau système économique. En effet, « en 1819, soit à peine deux ans après la crise anglaise de 1816-1817, il avance que "le pouvoir de consommer ne s'accroît pas nécessairement avec le pouvoir de produire" et relie ce possible déséquilibre au mode de répartition du revenu entre les classes sociales »²¹⁴. A la suite des travaux de Sismondi, Marx, dans des travaux critiquant avec virulence l'idéologie du capitalisme, postule que ce dernier est inévitablement condamné à traverser des crises de plus en plus récurrentes et violentes.

1.2. Développement de la notion de « Cycles »

Suite aux réflexions entreprises par ses prédécesseurs, Juglar fut le premier à entreprendre une toute autre réflexion des crises en les considérant comme inhérentes

²¹¹ PARROCHIA Daniel, « La forme des crises : Logique et épistémologie », Editions Champ Vallon, Paris, 2008, p. 30.

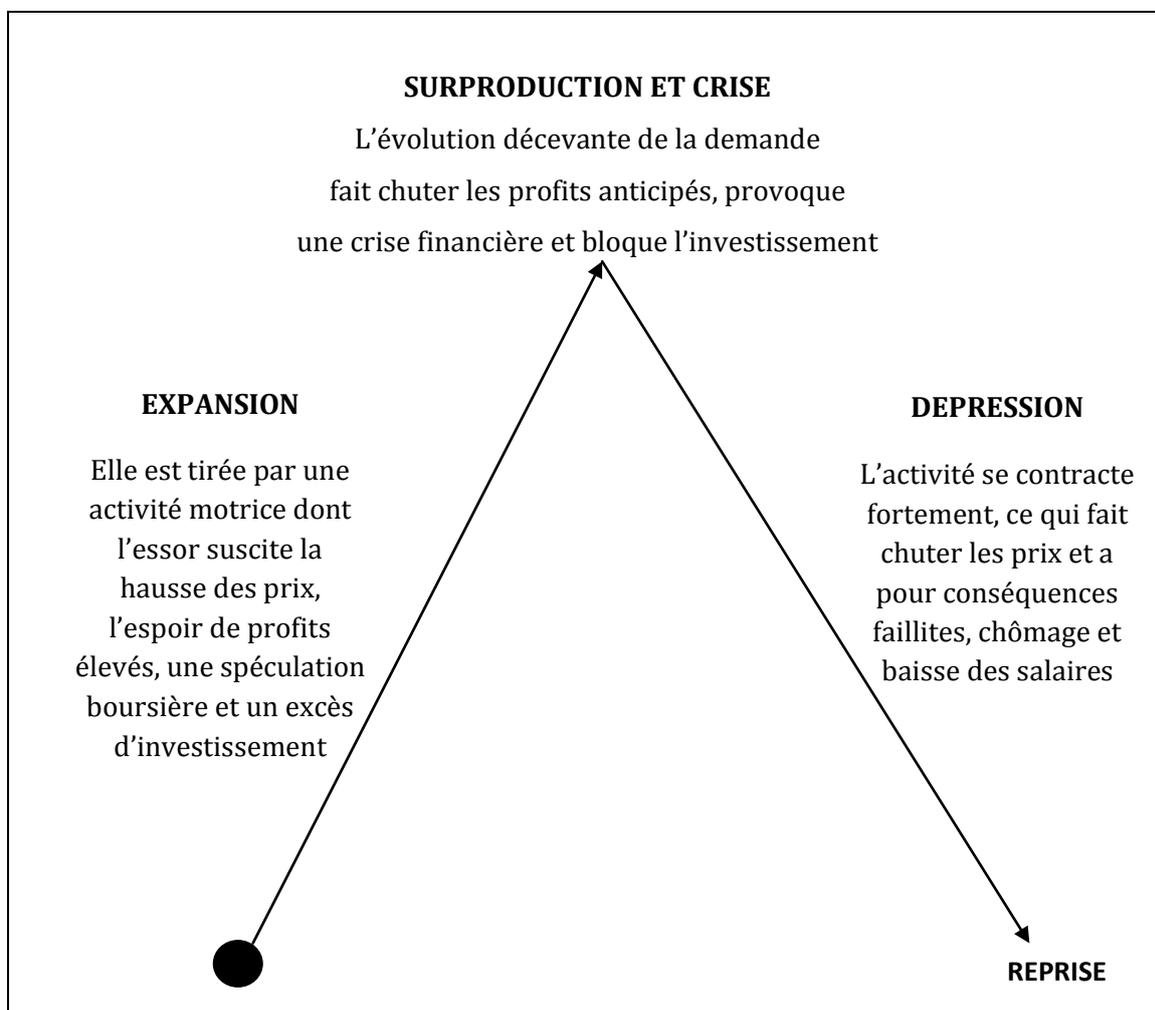
²¹² Ibid., p. 32.

²¹³ MISHKIN Frédéric, BORDES Christian, HAUTCOEUR Pierre-Cyrille, LACQUE-LABARTHE Dominique, RAGOT Xavier, « Monnaie, banque et marchés financiers », Editions Pearson Education 9^{éd.}, Paris, 2010, p. 265.

²¹⁴ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 127.

à une dynamique d'économie de marché caractérisée par un mouvement "cyclique"²¹⁵ à quatre temps débutant avec une période d'expansion, suivie d'une rupture ou crise, qui découle sur une période de dépression pour enfin entamer un processus de reprise. Le schéma suivant vient en illustration à ces quatre phases.

Figure n° 9 : Le déroulement du cycle de Juglar²¹⁶



Source : ROBERT Pierre, « Croissance et crises : Analyse économique et historique », Editions Pearson Education, Paris, 2010, p. 123.

Contrairement à ses prédécesseurs, la démarche de Juglar « s'appuie au départ non pas sur des considérations théoriques, mais sur l'analyse méthodique de séries statistiques retraçant pour l'essentiel des évolutions de prix et de productions... Leur

²¹⁵ Pour plus d'explications sur la notion de « cycles », voir l'annexe n° 3 intitulé : Qu'est ce qu'un cycle ?

²¹⁶ Ces cycles sont également qualifiés de cycles majeurs ou de cycles classiques.

périodicité n'est pas rigoureuse, mais l'observation des faits conduit à remarquer que jusqu'en 1929, le délai qui sépare deux crises est compris entre six et onze ans, avec une durée moyenne d'un peu plus de sept ans »²¹⁷.

A la suite de Juglar, Kindleberger²¹⁸, dans une étude historique particulièrement minutieuse des crises financières, a tenté de mettre en exergue un processus cyclique régulièrement observé dans le déroulement de ces crises. Il n'a pas réussi à déterminer une régularité quantitative précise sur la question de l'amplitude et de la périodicité mais plutôt une forme de cohérence interne dans leur enchainement qui peut se présenter sous la forme de ces cinq phases :

Figure n° 10 : Les cinq phases des crises financières de Kindleberger



Source : « Les cycles financiers », article publié le 22.10.2008 dans le site web lafinancepourtous.com, rubrique décryptages.

²¹⁷ ROBERT Pierre, Op.cit., pp. 128-129.

²¹⁸ KINDLEBERGER Charles P., « Manias, Panics and Crashes, A history of financial crisis », John Wiley & Sons Editions, New York, 1996, 263 pages.

Le détail de chacune de ces phases peut être explicité dans ce qui suit ²¹⁹:

- **L'essor** : Cette phase suit une récession ou au mieux un ralentissement conjoncturel. La croissance est robuste parce que alimentée par l'investissement réel. Celui-ci est financé par l'expansion du crédit qui reste en ligne avec la progression des revenus, laquelle crée des anticipations optimistes qui entraînent la hausse des prix d'actifs.
- **L'euphorie** : Elle est caractérisée par le processus circulaire de l'emballlement du crédit par rapport aux revenus et de l'accélération de la hausse des prix des actifs. Ce phénomène se transmet entre les pays si les mouvements de capitaux sont libres. Il aboutit au surendettement par rapport aux capacités de servir la dette et à la sous-évaluation concomitante du risque.
- **Le paroxysme et le retournement** : Les fragilités s'insinuent dans les bilans au fur et à mesure que les leviers d'endettement s'accroissent et ne se soutiennent plus que par la hausse spéculative des valeurs mises en garantie. À l'approche du pic, le processus devient vulnérable à un événement catalytique fortuit qui retourne les anticipations à une date imprévisible.
- **Le reflux et l'instauration du pessimisme** : Les deux forces qui entraînent la finance dans la crise sont l'obsession de la liquidité chez les agents endettés et la montée de l'aversion au risque chez les pourvoyeurs de liquidités. Si le stress atteint les banques, un « *credit crunch* » est probable.
- **La déflation de la dette et la restructuration des bilans** : Le désendettement est l'enjeu de cette phase. Mais il est rendu difficile par la baisse rapide des collatéraux qui révèlent des pertes plus ou moins grandes. Leur ampleur, la rapidité et la pertinence des réponses des autorités publiques déterminent la durée de la crise. Les pertes sont d'autant plus difficiles à absorber que la contraction de la dépense privée par tous ceux qui veulent se désendetter en même temps rogne les revenus nécessaires pour couvrir les pertes. C'est pourquoi les faillites parsèment la remise en ordre des bilans.

²¹⁹ AGLIETTA Michel, « Les crises financières : Plus ça change, plus c'est la même chose », Revue d'Economie Financière, Hors-série 2008, p. 40.

Certains économistes de renom, tels que Aglietta, défendent avec conviction que les crises « *s'inscrivent dans des cycles financiers* ». En ce sens, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff ont, dans leurs recherches²²⁰, réussi à démontrer au travers d'une rigoureuse analyse comparative des crises financières sur les trente dernières années impliquant des banques et concernant uniquement les pays développés que des similitudes existent dans les processus qui ont précédé leur éclatement : une ascension fulgurante dans les prix immobiliers, une rapide progression du ratio (dette du secteur privé/PIB) ainsi qu'une détérioration de la balance courante. Ainsi, les conclusions tirées ont été que « les crises ont une logique commune : l'emballement du crédit qui finance l'espoir d'enrichissement par la hausse du prix d'au moins un actif sur lequel se polarise la spéculation... les innovations techniques ou financières justifient les espoirs de profit et garantissent que l'expansion financière est solide et que le cycle financier est vaincu par la flexibilité des marchés »²²¹.

Cela dit, de plus profondes analyses montrent que chaque crise manifeste de fortes spécificités, plus particulièrement sur l'élément caractéristique de son déclenchement, le pays où elle se déclenche en premier, sa durée et intensité tout autant que les mécanismes propres de sa diffusion à d'autres pays ou secteurs d'activité. Face à ce constat, la théorie économique et financière s'est tout de même "bornée" à rechercher minutieusement des caractéristiques communes dans un objectif de normalisation de ce dangereux phénomène.

A partir de 1945, une longue phase d'essor économique ne manifestant aucun signe de crise en Europe et en Amérique fait momentanément taire toute réflexion sur la thématique des crises. Il aura fallu attendre les années soixante-dix accompagnés d'une rupture de la croissance ainsi que deux chocs pétroliers durant une même décennie pour que les différents courants d'analyse tentent d'entreprendre une nouvelle interprétation de ce phénomène. Les libéraux ont immédiatement imputé la responsabilité de cette crise aux interventions massives de l'Etat ainsi qu'aux multiples erreurs des institutions publiques. Les critiques les plus virulentes venaient des monétaristes, parmi eu Milton Friedman qui dans son livre intitulé *Histoire monétaire*

²²⁰ REINHART Carmen M., ROGOFF Kenneth S., « Cette fois, c'est Différent : Huit siècles de folie financière », Editions Pearson Education, Paris, 2010, 469 pages.

²²¹ AGLIETTA Michel, Op.cit., p. 39.

*des Etats-Unis*²²², « s'était déjà attaché à démontrer que le cataclysme qui, dans les années 1930, suit un krach boursier somme toute banal n'est pas dû à un échec du marché. Il en impute la responsabilité à des erreurs répétées de politique monétaire commises par la Fed qui, entre 1929 et 1933, a laissé la masse monétaire se contracter de plus d'un tiers »²²³. Le même raisonnement s'applique selon lui à cette crise des années soixante-dix qui est directement liée aux abus de l'interventionnisme gouvernemental et des politiques Keynésiennes.

La solution pour les libéraux est de privilégier la concurrence pure et parfaite, réduire au maximum toute intervention et contrôle de l'Etat afin de laisser agir les mécanismes autorégulateurs du marché. Ce sont les mêmes arguments qui ont refait surface lors de cette crise de 2007.

2. Prémisses de la crise financière de 2007

Une conjonction de plusieurs facteurs a été abordée par les observateurs de cette crise comme étant la source de cette "débâcle" financière.

2.1. Contexte américain : une culture de prêts immobiliers hypothécaires bien enracinée

La prospérité de l'économie américaine a été, depuis le XIX^e siècle, grandement tirée de la croissance du secteur immobilier. Aussi, avant la fin des années trente, le marché hypothécaire américain a été régi par des établissements de dépôts réglementés, tels que les banques et les associations d'épargne et de prêt, se servant des dépôts afin de financer les prêts immobiliers. Ce qui signifie qu'à cette période, ces acteurs auxquels nous pouvions assimiler la fonction de « générateurs » de prêts, supportaient entièrement le risque de crédit, le risque de marché lié aux fluctuations des taux d'intérêts ainsi que le risque de liquidité lié au financement d'actifs à long terme par des

²²² La version originale de cet ouvrage est la suivante : FRIEDMAN Milton, SCHWARTZ Anna Jacobson, « A monetary history of the United States, 1857-1960 », Edition Princeton University Press, Michigan, 1963, 860 pages.

²²³ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 130.

engagements à court terme (dépôts), du simple fait qu'ils conservaient leur portefeuille intact.

2.1.1.Naissance de Fannie Mae

Par la suite et afin d'apporter davantage de liquidités et de capitaux neufs à ces « petits prêteurs », le gouvernement créa en 1938 la désormais célèbre Federal National Mortgage Association ou Fannie Mae, dans le cadre du New Deal lors du mandat du président Roosevelt. La Fannie Mae avait pour but de créer aux marchés hypothécaires un marché secondaire, en achetant les crédits octroyés par les établissements prêteurs et en leur remettant en retour le produit en espèce. De cette façon, c'était désormais la Fannie Mae qui était en possession du risque de crédit, du risque de marché ainsi que du risque de liquidité. Fait trouvant sa justification dans le fait qu'elle était davantage en mesure à supporter les risques cités que les établissements de dépôt²²⁴. Ceci dit, la Fannie Mae ne procédait pas à des achats tous azimuts des crédits hypothécaires. En fait, elle n'achetait que les crédits en conformité avec des normes de souscription établis par ses soins. Ces normes sont encore aujourd'hui une référence en matière de crédits hypothécaire de premier ordre.

Par la suite et grâce à la performance des résultats enregistrés, les emprunts effectués afin de financer les achats de crédits hypothécaires de la Fannie Mae ont commencé à représenter, à partir des années soixante, une part considérable de la dette publique américaine. Ce qui obligea les autorités à trouver un moyen de soustraire le poids grandissant des dépenses de la Fannie Mae du budget de fonctionnement fédéral. Ainsi, dès 1968, l'administration Johnson réorganisa le marché hypothécaire géré par l'Etat en créant la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae). Cette dernière ayant, dans le cadre de programmes d'aide aux anciens combattants et autres programmes fédéraux de logement, la charge de gestion des crédits hypothécaires garantis par l'Etat. Les autres activités ont été regroupées et privatisées pour être sous la tutelle d'une autre société privée

²²⁴ Les risques de marché et de liquidité du fait qu'elle était en mesure d'emprunter à plus long terme, et le risque de crédit du fait que son portefeuille hypothécaire était diversifié au niveau national (avantage lui étant spécifique vu les limites réglementaires imposées aux opérations bancaires entre Etats auxquelles étaient naturellement assujetties les établissements de dépôt).

jouissant toujours d'un statut fédéral, la Fannie Mae. Cette dernière restant tout de même toujours soumise à certaines obligations d'intérêt public en matière de logement social.

Un tournant décisif s'opéra en 1970 lorsque la Ginnie Mae eu l'idée de mettre au point des titres adossés à des crédits hypothécaires dans le simple but d'éliminer du budget fédéral une importante partie de la dette publique engagée dans le financement des programmes publics de logement, et cela eut pour contrecoup le transfert du risque de marché aux investisseurs. Cette pratique consistait en premier lieu à regrouper des crédits hypothécaires semblables, puis de proposer la vente de titres adossés à leurs remboursements, rendant les détenteurs de titres directement bénéficiaires des paiements.

2.1.2.Naissance de Freddie Mac

Afin de procéder à une titrisation des crédits hypothécaires classiques, et par la même occasion concurrencer la récemment privatisée Fannie Mae, la Federal National Mortgage Corporation ou Freddie Mac fut créée en 1970. Le temps passant, « les modèles économiques des deux sociétés ont convergé ; à elles deux, elles ont apporté des financements gigantesques aux crédits hypothécaires américains, que ce soit par l'achat et la détention de crédits hypothécaires conformes ou par la transformation de prêts immobiliers tout aussi nombreux en titres adossés à des crédits hypothécaires »²²⁵.

Le plus surprenant a été que ces titres ont eu tellement de succès qu'ils ont été par la suite « achetés par des investisseurs institutionnels, des particuliers fortunés et les établissements de dépôts eux-mêmes »²²⁶. Le succès de la titrisation ne s'est pas fait attendre. Tous ont vanté les mérites de cette nouvelle technique qui offrait désormais la possibilité de proposer aux établissements de crédit des actifs plus liquides, d'assurer une meilleure répartition des risques et de diversifier les sources de capitaux sur le marché hypothécaire. D'autant plus que « le marché des

²²⁵ DODD Randall, « Subprime : Topographie d'une crise », *Revue Finances et Développement*, Décembre 2007, p. 16.

²²⁶ Ibid.

titres adossés à des crédits hypothécaires ne permet pas seulement d'extraire le risque de marché des bilans des prêteurs, comme les banques, mais aussi de ceux de Fannie Mae et Freddie Mac. Il fournit des financements à long terme pour les crédits hypothécaires et élimine ainsi en grande part le risque de liquidité »²²⁷.

2.2. Atteinte du paroxysme d'avant retournement

Selon certains observateurs, « cette crise a été rendue possible par les évolutions macro-économiques des dernières années. La croissance de la liquidité mondiale, qui s'est massivement investie aux Etats-Unis, a provoqué une baisse des taux d'intérêt et une orientation de l'épargne vers des investissements plus risqués (immobilier, LBO) en vue d'une meilleure rémunération »²²⁸.

Confirmant cela, les indicateurs économiques de la première économie mondiale étaient particulièrement positifs en ce début de XXI^{ème} siècle. Ce qui, pour la plupart des investisseurs, était signe d'une économie solide et présageait d'un avenir favorable. Cette étape correspond, dans la logique des cycles, à l'étape du paroxysme explicitée plus haut. Paroxysme alimenté par une forte euphorie des marchés entretenue par un certain nombre de facteurs que nous allons énumérer dans ce qui suit :

2.2.1. Taux d'intérêts très bas

En effet, les taux de la Fed et du Trésor Américain n'ont jamais été aussi bas qu'entre 2001 et 2004, comme en témoigne le graphique ci-dessous :

²²⁷ DODD Randall, Op.cit., p. 16.

²²⁸ « Crise des subprimes : quelques enseignements de Michel Prada », article publié le 18.02.2008 dans le site web : www.lafinancepourtous.com, rubrique décryptages.

**Graphique n° 6 : Evolution historique du taux d'intérêt de la Fed et du Trésor
Américain**



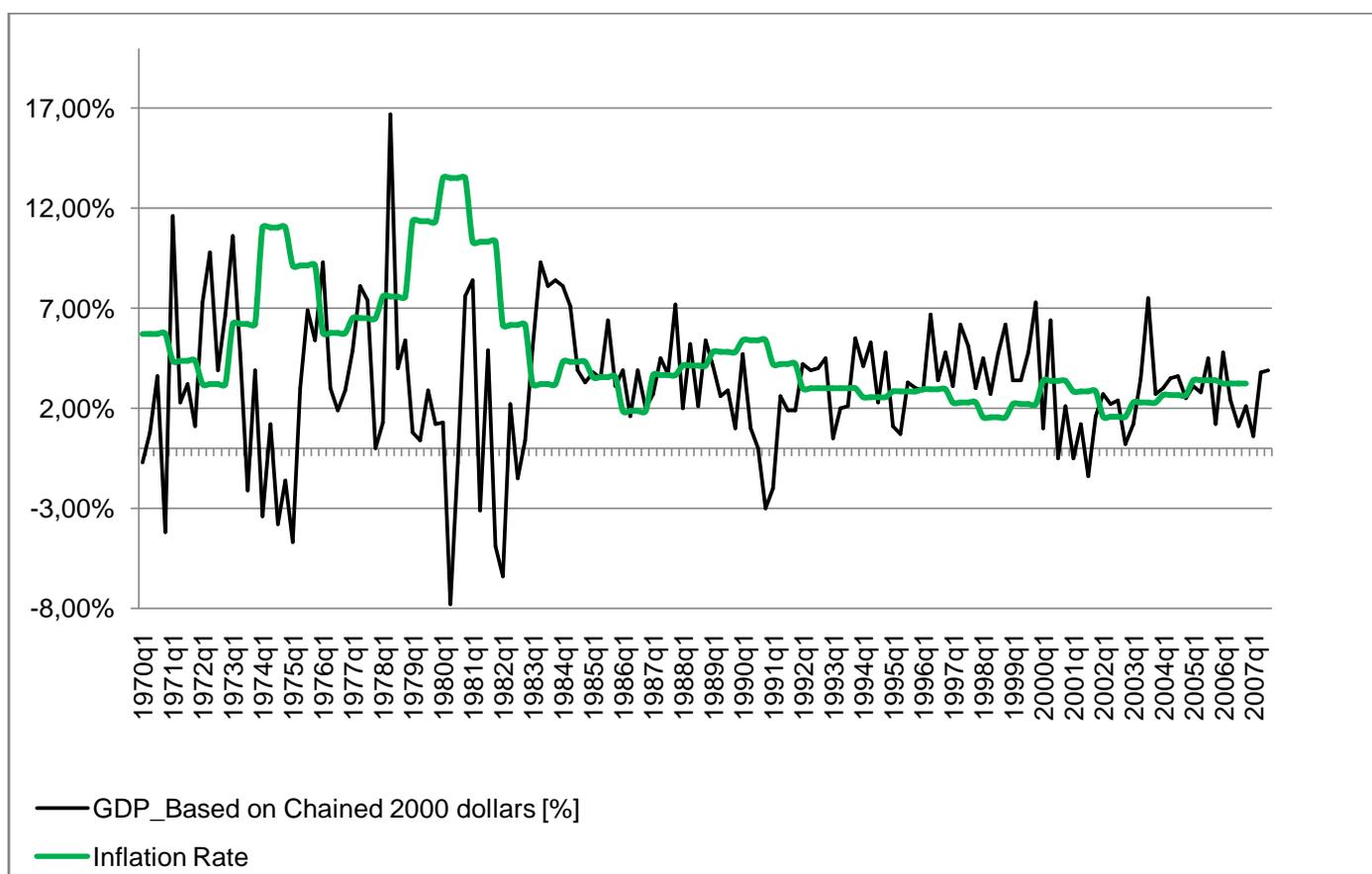
Source : Données recueillies sur le site officiel de la Fed²²⁹.

2.2.2. Croissance stable et inflation maîtrisée

Le graphique ci-dessous indique parfaitement l'évolution de ces deux indicateurs décisifs, constamment surveillés par les marchés que sont le taux d'inflation et la croissance économique du pays. Or, ces derniers sont encourageants à la veille de l'éclatement de la bulle immobilière.

²²⁹ Repris dans les travaux de recherche du CERAM Business School, « Crise de 1987 et crise de 2007: Peut-on parler d'analogie? », Novembre 2007.

Graphique n° 7 : Taux de croissance du PIB et taux d'inflation des Etats-Unis



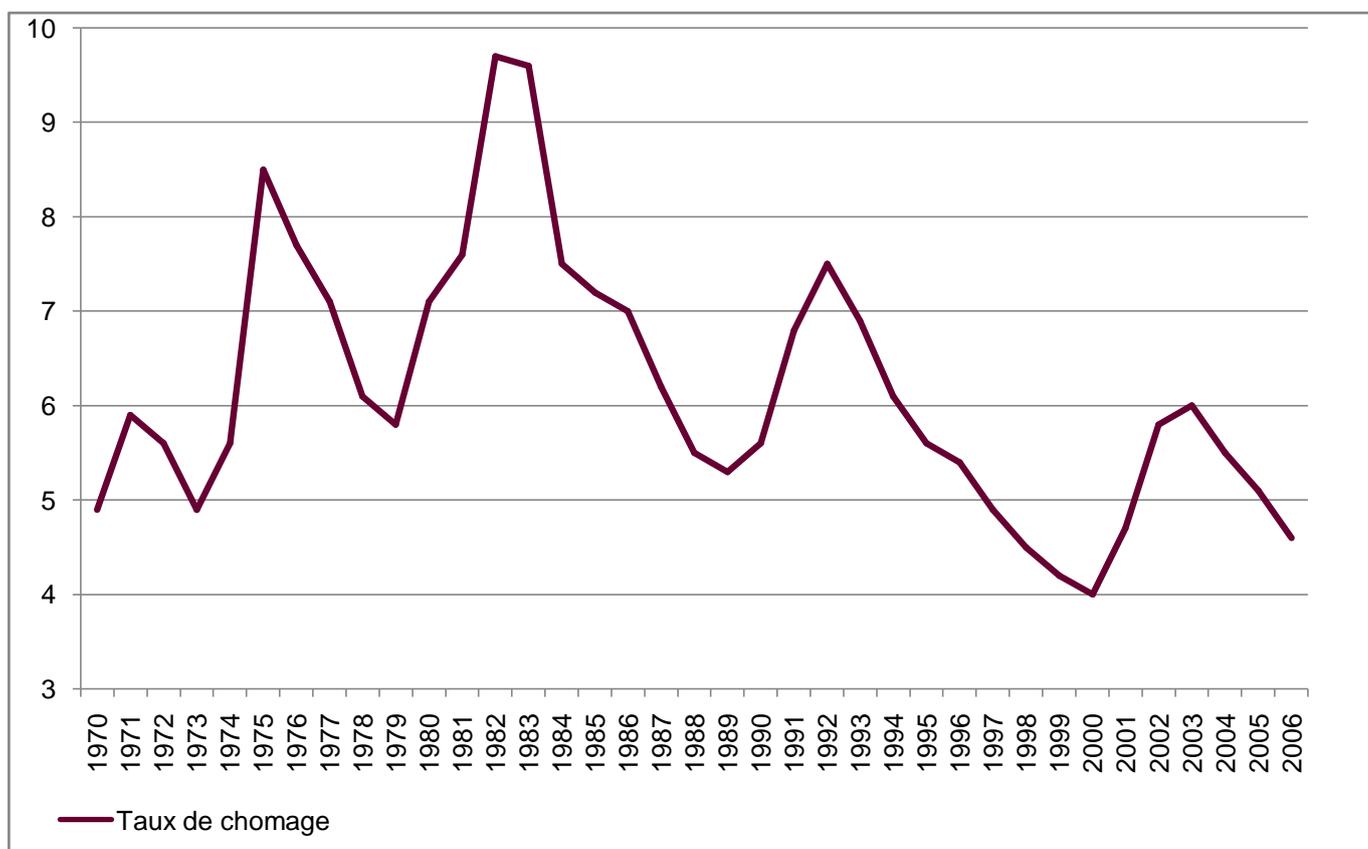
Source : Données recueillies sur le site officiel de la Fed²³⁰.

2.2.3. Taux de chômage en baisse

Le taux de chômage quant à lui ne cesse de diminuer de manière très significative depuis 2003, comme en témoigne le graphique ci-dessous. Ce qui est généralement assimilé à une économie qui se porte bien.

²³⁰ Repris dans les travaux de recherche du CERAM Business School, Op.cit, Novembre 2007.

Graphique n° 8 : Tendence baissière du taux de chômage



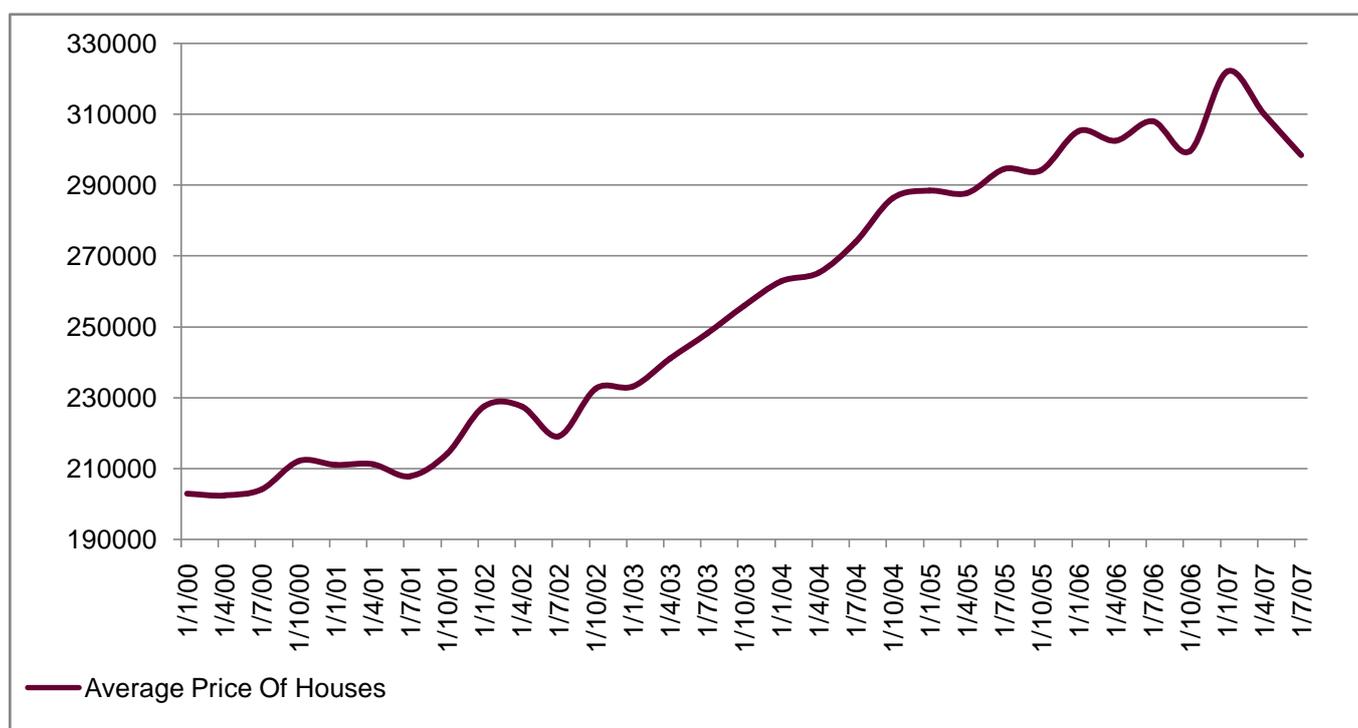
Source : Données recueillies sur le site officiel de la Fed ²³¹.

2.2.4. L'ascension du marché de l'immobilier

Les biens immobiliers devenus des actifs financiers acquis pour leur rendement, la tendance haussière sur le marché immobilier depuis 1997 a rendu ce type d'actif très attractif. Elle a suscité une augmentation constante de la demande, ce qui a entretenu la hausse des prix.

²³¹ Repris dans les travaux de recherche du CERAM Business School, Op.cit, Novembre 2007.

Graphique n° 9 : Croissance du marché immobilier depuis les années 2000



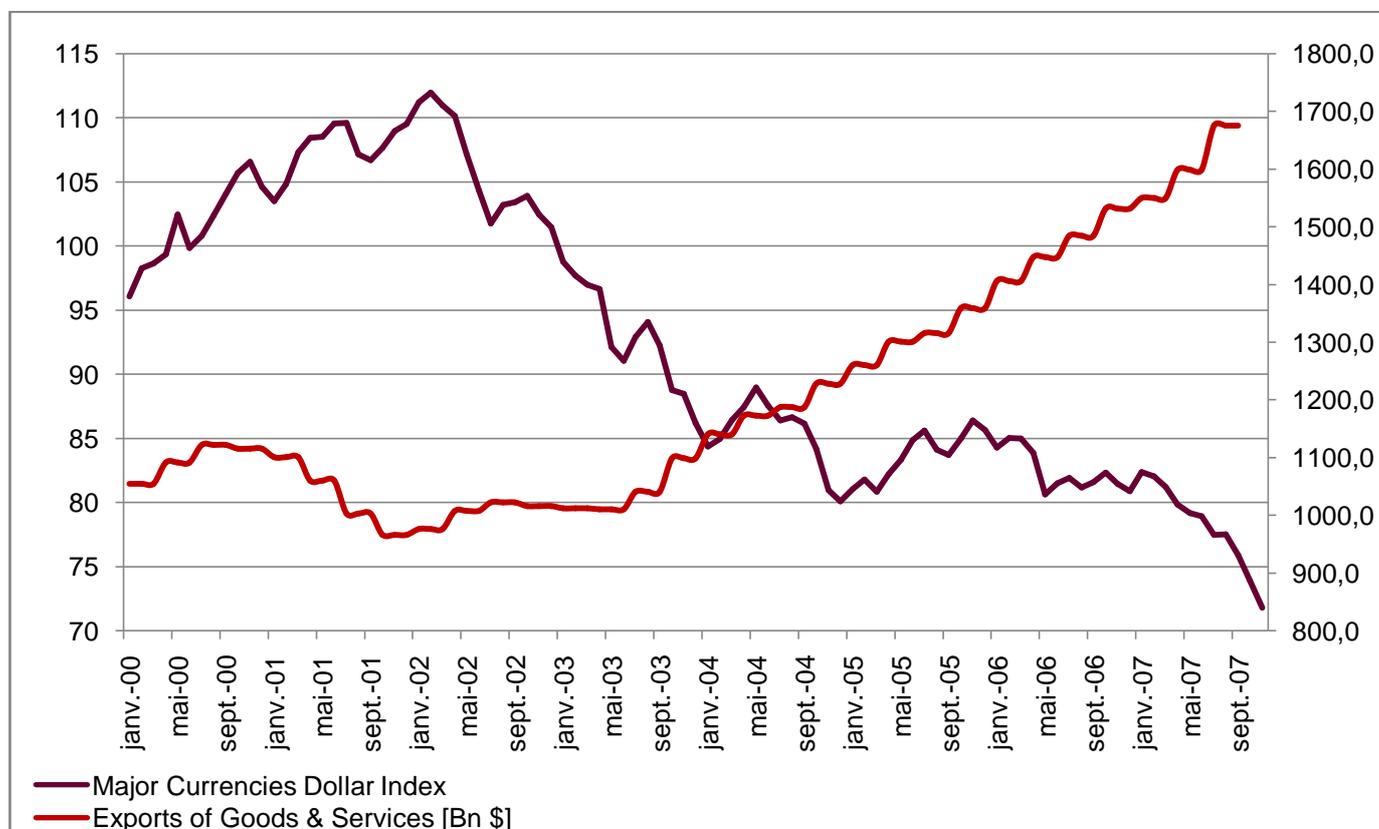
Source : Données recueillies sur le site officiel de la Fed²³².

2.2.5. Dollar en baisse et renforcement des exportations

Le graphique ci-dessous est particulièrement démonstratif des résultats de la politique monétaire US. En effet, il indique bien que le dollar a amorcé une longue phase de dépréciation ayant pour effet une augmentation substantielle des exportations.

²³² Repris dans les travaux de recherche du CERAM Business School, Op.cit, Novembre 2007.

Graphique n° 10 : Evolution du dollar U.S. couplée à celle des exportations depuis les années 2000



Source : Données recueillies sur le site officiel de la Fed²³³.

Section 2 : Etapes décisives ayant mené à la création et à l'éclatement de la bulle immobilière

La crise immobilière qui a démarré à l'été 2007 s'est tout de suite transformée en crise des marchés puis en une crise du crédit. Aussi, René Ricol défend l'idée selon laquelle « la crise trouve sa source au début des années 2002 - 2005 aux États-Unis lorsque, pour lutter contre la récession générée par l'éclatement de la crise internet, les taux d'intérêt américains ont été ramenés à des niveaux très bas, générant une

²³³ Repris dans les travaux de recherche du CERAM Business School, Op.cit, Novembre 2007.

abondance de liquidité et des primes de risque très faibles. Au même moment, l'administration américaine donne un nouvel élan à une politique déjà active favorisant l'accès à la propriété immobilière de tous les américains »²³⁴.

1. Des crédits hypothécaires aux crédits « Subprimes »

La constitution de la bulle immobilière n'aurait pu exister sans le boom du crédit, un crédit abondant, bon marché et de plus en plus risqué. Nous avons donc assisté à un gonflement du volume des crédits *subprime* et parallèlement à cela à une dégradation de la qualité de ces mêmes crédits. Réciproquement, la hausse continue des prix de l'immobilier a encouragé l'expansion du crédit, car les prêteurs pouvaient s'enrichir grâce à la valorisation des biens et des créances. De plus, ils voyaient le risque de crédit diminuer avec la montée des prix, puisque cela réduisait la probabilité de défaut des emprunteurs ainsi que les pertes potentielles en cas de défaut.

1.1. L'interventionnisme d'Etat

Les libéraux ont immédiatement pointé du doigt l'intervention du gouvernement comme cause majeure de la crise des *subprimes*. En fait, cette dernière a même été qualifiée dans l'une des publications de l'institut Hayek de « désastre engendré par l'état ». Plus encore, les critiques des libéraux se sont concentrées sur ces arguments :

1.1.1. Instauration et renforcement à de nombreuses reprises des dispositions citées dans le Community Reinvestment Act de 1977

En fait, l'intervention de l'Etat a été selon eux la cause de cette crise car elle a explicitement incité les banques à accorder des prêts immobiliers aux communautés les plus défavorisées et ce sans réelles garanties. En ces termes, « cette forme déguisée de politique sociale cherchant à favoriser l'accès des plus pauvres à la

²³⁴ RICOL René, « Rapport sur la crise financière au Président de la République », Septembre 2008, p. 25.

propriété de leur logement serait à l'origine de la crise financière »²³⁵. Cette politique réglementaire de l'Etat fédéral favorisant l'accession sociale à la propriété est donc la première à être mise en cause.

1.1.2. Politique de l'argent facile entretenue par la Fed

Dans une vision libérale, cette seconde initiative fédérale a perverti le processus normal de distribution des crédits en déresponsabilisant les parties prenantes. En ce sens, « les vendeurs de contrats sont des courtiers rémunérés à la commission en fonction du volume des crédits qu'ils ont initiés et les acheteurs de maison ne comprennent pas ou ne cherchent pas à comprendre les contrats complexes et longs qu'on leur fait signer. Cet aspect est aggravé par le fait que les deux ou trois premières années, le taux de ce type de crédit est en général fixe et très bas. Ce n'est que dans un second temps qu'il devient variable et beaucoup plus élevé »²³⁶.

Ce point particulier est sujet à un virulent débat et suscite de nombreuses contradictions. Les libéraux accusent cette politique de baisse systématique des taux directeurs à chaque période délicate que traverse l'économie américaine. « En effet, depuis le krach boursier de 1987, chaque fois que la Fed a été confrontée à un ralentissement de l'économie, elle l'a combattu en baissant ses taux directeurs »²³⁷. Ainsi en cherchant à la doper, ces interventions n'ont mené qu'aux excès et dérives que l'on connaît aujourd'hui. Les défenseurs de cette politique affirment que c'est d'abord grâce à ces interventions de la Banque centrale américaine qu'à pu se développer et prospérer pendant longtemps la finance de marché.

Face à ces contradictions, une affirmation est restée certaine ; celle que l'euphorie qui a gagné l'ensemble des opérateurs était basée sur l'hypothèse d'un marché immobilier continuellement haussier. Entretien par la politique monétaire

²³⁵ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 130.

²³⁶ Ibid., p. 158.

²³⁷ Ibid., p. 159.

expansionniste de la FED jusqu'en 2004, elle s'est ensuite étendue à tous les marchés d'actifs. Ainsi, le marché du crédit, pas plus que le marché immobilier, n'a joué de rôle régulateur : ils ont tous deux participé à l'euphorie spéculative et à la sous-estimation du risque.

1.2. Les crédits « Subprimes »

« Subprime » est un mot anglais qui signifie littéralement « crédit à risque ». En termes simples, il constitue un crédit hypothécaire gagé sur le bien immobilier de l'emprunteur sauf que sa particularité réside dans le fait que l'emprunteur en question est considéré comme crédeur « à risque » c.à.d. possédant un revenus faible et/ou ayant déjà manifesté des retards ou défauts de paiement. Cela dit, pourquoi prêter à des personnes considérées « à risque » ?

La réponse se trouve dans les taux d'intérêts historiquement bas, et qui plus est augmentés d'une « prime de risque » rémunérant le risque de non remboursement. Cela s'est traduit par le fait que la croyance dans la fiabilité des produits *subprime* était partagée par l'ensemble des acteurs. Elle a été en outre renforcée par la politique de notation très large des agences, qui ne s'explique pas seulement, par le fait que les agences de notation étaient payées par les émetteurs des produits structurés. Les agences de notation ont "surnoté" les produits titrisés car, d'une part, ceux-ci offraient des rendements largement supérieurs aux obligations classiques, et d'autre part, leurs représentations du marché et de son évolution les a amenées à sous-estimer le risque lié à ces produits.

En effet, les agences croyaient à la faible probabilité de défaut des tranches supérieures (notées AAA) des titres adossés aux crédits *subprime*, car elles supposaient que la corrélation des défauts des différentes tranches était limitée. En effet, des pools avaient été constitués en mélangeant des crédits hypothécaires d'origine géographique différente de façon à diversifier le risque, cela parce que, dans l'opinion de la majorité des acteurs, les prix immobiliers évoluaient différemment selon les régions, en fonction des conjonctures locales. Les agences de notation partageaient en outre l'optimisme des investisseurs relatif à l'évolution des prix de l'immobilier.

2. Facteurs de déclenchement

Jusqu'en 2005, tout le système était considéré comme viable, et le mécanisme de fonctionnement du marché immobilier approuvé par les investisseurs, les banques et le gouvernement américain. Personne n'avait encore soupçonné l'amorce prochaine de la crise par ces mêmes mécanismes qui ont favorisé l'optimisme de tous.

2.1. Mécanisme de titrisation

La titrisation « consiste à regrouper les crédits hypothécaires dans une structure *ad hoc*, à savoir une simple société généralement enregistrée dans un paradis fiscal extraterritorial. Celle-ci émet des actions qui représentent les créances hypothécaires. La structure la plus simple est celle qui transfère les remboursements des crédits du pool aux détenteurs de titres ; les plus complexes divisent ces paiements en segments à risques plus ou moins élevés »²³⁸. L'encadré n° 7, en page suivante vient apporter de plus amples explications sur ce qu'est la titrisation. Tout aussi nécessaire, la figure n° 11 du processus de titrisation illustre le mécanisme mis au point sur les marchés financiers.

²³⁸ DODD Randall, Op.cit., p. 16.

Encadré n° 7 : La titrisation²³⁹

Son principe

Un crédit hypothécaire est par nature non négociable. Il a vocation à être conservé par la banque et figure à l'actif de son bilan. La titrisation consiste à le transformer en un titre financier négociable, c'est-à-dire que l'on peut vendre et acheter sur un marché financier. Elle permet de mettre le crédit hors bilan et de transférer le risque du monde bancaire vers le monde financier.

Dans le schéma traditionnel, la banque initie le crédit, puis le conserve. Avec la titrisation, elle l'initie, puis le cède en se débarrassant des risques. De plus, en vendant le crédit, elle reconstitue sa capacité à consentir de nouveaux prêts tout en respectant les règles prudentielles auxquelles elle est soumise.

Les étapes du processus

Elles sont les suivantes : émission du crédit, mise hors bilan par cession à une entité juridiquement distincte de la banque, création d'un titre financier assis sur un crédit hypothécaire, assemblage de titres divers au sein de produits structurés (CDO) de manière à diluer les risques, vente des CDO à des investisseurs institutionnels, vente de protection contre un éventuel défaut de paiement par des compagnies d'assurance qui émettent à cet effet des CDS.

Son intérêt

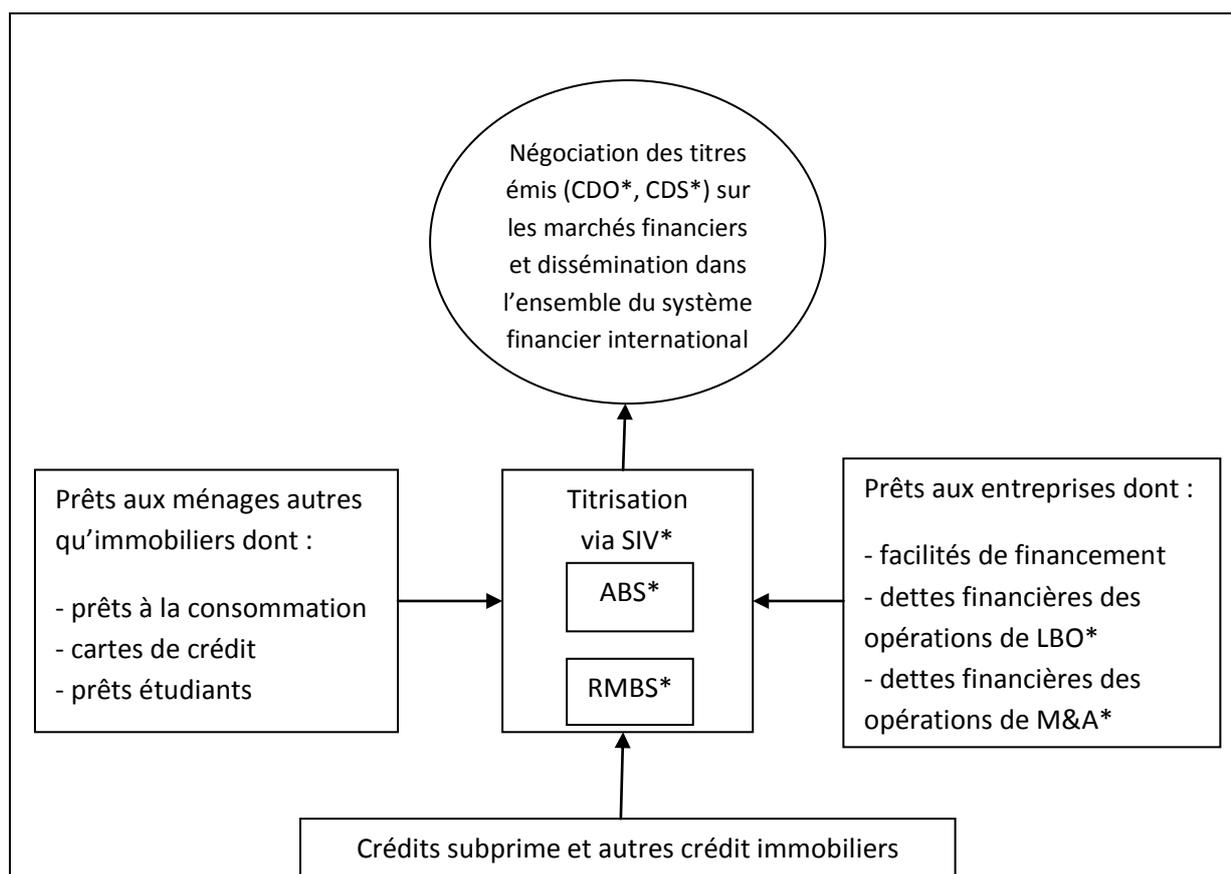
Elle répartit les risques et les fait supporter par ceux qui sont prêts à les prendre en échange de rendements plus élevés, les agents « risk lovers ». Elle est, de ce fait, une manière de tendre vers le marché parfait du crédit. De plus, elle élargit les sources de financement, les titres étant accessibles à tous les investisseurs dans le monde.

Ses dangers

Ses dangers sont l'opacité, l'asymétrie de l'information et en définitive, la diffusion à grande échelle de titres « toxiques » ou « pourris ». C'est ainsi que limitée à l'origine au segment immobilier américain à risque, la crise est devenue un cataclysme financier mondial. Pour reprendre la formule de Warren Buffet, la titrisation s'est transformée en « arme de destruction financière massive » en contaminant l'ensemble du système financier.

²³⁹ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 167.

Figure n° 11 : Processus de titrisation



Rappel :

ABS (Asset-Backed Securities) : il s'agit de valeurs mobilières associées à des actifs de différentes natures.

CDO (Collateralized Debt Obligations) : il s'agit d'un regroupement de titres hiérarchisés en tranches définies par leur niveau de risque.

CDS (Credit Default Swaps) : il s'agit de contrats d'assurance protégeant contre le risqué de non-paiement d'une dette.

RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) : il s'agit de valeurs immobilières associées à des actifs financiers.

LBO (Leverage Buy-Out) : il s'agit d'opérations de rachat d'une entreprise par endettement.

M&A (Merger and Acquisition) : il s'agit d'opérations de fusion-acquisition.

SIV (Special Investment Vehicle) : il s'agit de structures ad hoc créées par les banques pour sortir des créances de leur bilan.

Source : ROBERT Pierre, « Croissance et crises : Analyse économique et historique », Editions Pearson Education, Paris, 2010, p. 168.

La titrisation a joué un rôle particulier dans la crise des *subprimes*. André Orléan a interprété son développement comme « la dernière étape en date d'une transformation en profondeur des systèmes financiers qui a commencé à la fin des années 1970 »²⁴⁰ et qui a abouti à la généralisation du financement de marché, grâce à la constitution d'un marché unifié du capital à l'échelle mondiale.

Par la suite, la titrisation achève dans les années 2000 le processus de croissance de la liquidité mondiale qui caractérise le "capitalisme financiarisé", en permettant de transformer, par les opérations de *pooling*, n'importe quels crédits bancaires peu liquides en actifs de type obligataires, échangés et valorisés sur les marchés. L'explosion des produits structurés dans les années 2000, dont une grande partie était des titres adossés à des crédits hypothécaires, témoigne bien de la forte confiance dans ces nouveaux produits financiers, pourtant extrêmement complexes.

Par la même occasion, la titrisation a été un moyen privilégié d'évacuer le risque. Cet outil a drastiquement amplifié le processus du fait qu'il a grandement aidé au financement des crédits *subprimes*. En effet, les créances faites par les banques ont été transformées en titres, titres par la suite revendus pour deux finalités, se débarrasser du risque et se refinancer auprès des marchés. Sauf que par le plus grand des malheurs, une grande partie si ce n'est la majorité des institutions de crédits et fonds d'investissements étaient financés par ces mêmes banques. Ce qui fait que ces dernières récupéraient les risques dont elles pensaient ne plus avoir à assumer dans le premier temps.

Les créances douteuses, ainsi titrisées, ont été diffusés et vendues partout dans le monde et rendant la sphère financière chargée d'une masse plus que tolérable de titres "toxiques".

2.2. L'effet de levier

L'effet de levier « désigne à la fois un mécanisme qui permet de prendre une position bien plus importante que celle correspondant aux fonds dont un

²⁴⁰ ORLEAN André, « De l'Euphorie à la Panique : penser la crise financière », Editions Rue D'ULM, Paris, 2009, p.52.

investisseur dispose réellement, et une rentabilité attendue d'un produit financier dérivé ou d'une opération à terme comparée à la rentabilité de transactions réalisées sur les seuls actifs sous-jacents de ces produits dérivés ou de ces opérations à terme »²⁴¹.

L'idée de l'effet de levier est une mine d'or. En effet, ce procédé permet de financer à crédit des opérations pouvant être parfois à très haut rendement et cela sans mobiliser de fonds propres. Cela dit, de nombreuses dérives en sont nées. En ce sens, « les investisseurs qui ont acheté les obligations n'ont pas tous acheté en payant comptant, mais en s'endettant à leur tour pour bénéficier de l'effet de levier d'un endettement à bas taux d'intérêt. Ces investisseurs, banques et hedge funds notamment ont opéré en quelque sorte une titrisation au second degré en créant de nouveaux véhicules (appelés cette fois-ci SIV ou « conduits ») dont l'actif a été constitué par des obligations des véhicules de premier niveau et dont le passif a été constitué par du papier commercial à court terme (appelés « Asset Backed Commercial Paper » ou ABCP). Il en a été émis plus de 1000 milliards de \$. On est là dans un mécanisme de « transformation bancaire » consistant à utiliser des ressources à court terme pour effectuer des prêts à long terme »²⁴².

Lorsque la crise a éclaté, « les actifs détenus par les banques ayant le plus fort effet de levier (CDO) furent les premiers affectés, subissant des dégradations rapides de leur notation qui était jusqu'alors de première qualité, et entraînant de très lourdes pertes pour les banques. Ces événements ont ainsi brutalement mis à jour le niveau massif du levier d'endettement que permettait d'obtenir, à un niveau agrégé, le modèle "*Originate to Distribute*" »²⁴³.

Pour exemple, Bear Stearns était en mars 2008 ²⁴⁴ à un ratio d'endettement de 35 pour 1. En « février 2008 : la banque hypothécaire britannique Northern Rock est nationalisée pour éviter la faillite après avoir subi une ruée de ses déposants et

²⁴¹ Définition proposée par le Lexique Finance du site web : www.trader-finance.fr. Dernière date de consultation le 10 septembre 2012.

²⁴² « La crise financière : comment s'est-elle disséminée ? », article publié le 06.03.2008 dans le site web lafinancepourtous.com, rubrique décryptages.

²⁴³ RICOL René, Op.cit., p. 27.

²⁴⁴ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 79.

démontré son incapacité à faire face à ses engagements (11 milliards de livres de ressources pour 42 milliards à refinancer dans un délai de moins d'un an) »²⁴⁵.

3. Mécanismes de propagation et paralysie des marchés

La bulle immobilière a éclaté aux Etats-Unis durant l'été 2007 en créant une onde de choc qui s'est propagée à l'échelle globale et dont les effets se font ressentir encore aujourd'hui. En effet, cinq années après, le marché de l'immobilier aux Etats Unis peine encore à se redresser. Le marché est plombé par un nombre colossal de logements toujours vacants : « la liquidation des logements saisis aux ménages insolubles, représentent encore aujourd'hui le quart des maisons vacantes à vendre »²⁴⁶. Les étapes qui ont amené à ce constat sont explicitées dans ce qui suit.

3.1. Prémisses et déclenchement de la crise

La Réserve Fédérale a opéré à des augmentations non négligeables des taux directeurs entre 2004 et 2006. C'est à partir de ce moment que les ménages les plus fragiles se sont, du jour au lendemain, retrouvés dans l'impossibilité de s'acquitter des charges de leur dette. Ce fut le début de la "catastrophe".

En effet, avec la hausse des taux variables souscrits par les ménages à faibles revenus, « les premières difficultés du crédit hypothécaire américain apparurent en fin 2006. Les procédures de saisie s'élevèrent aux Etats-Unis et dépassèrent le million dans les 6 premiers mois de 2007, soit une procédure sur 112 foyers, notamment en Californie, en Floride, au Michigan, en Ohio et en Géorgie. Les emprunteurs se retrouvèrent à la rue, les prêteurs en faillite, les titres *subprimes* se négociaient de moins en moins sur les marchés financiers, les banques manquaient de liquidités, les clients

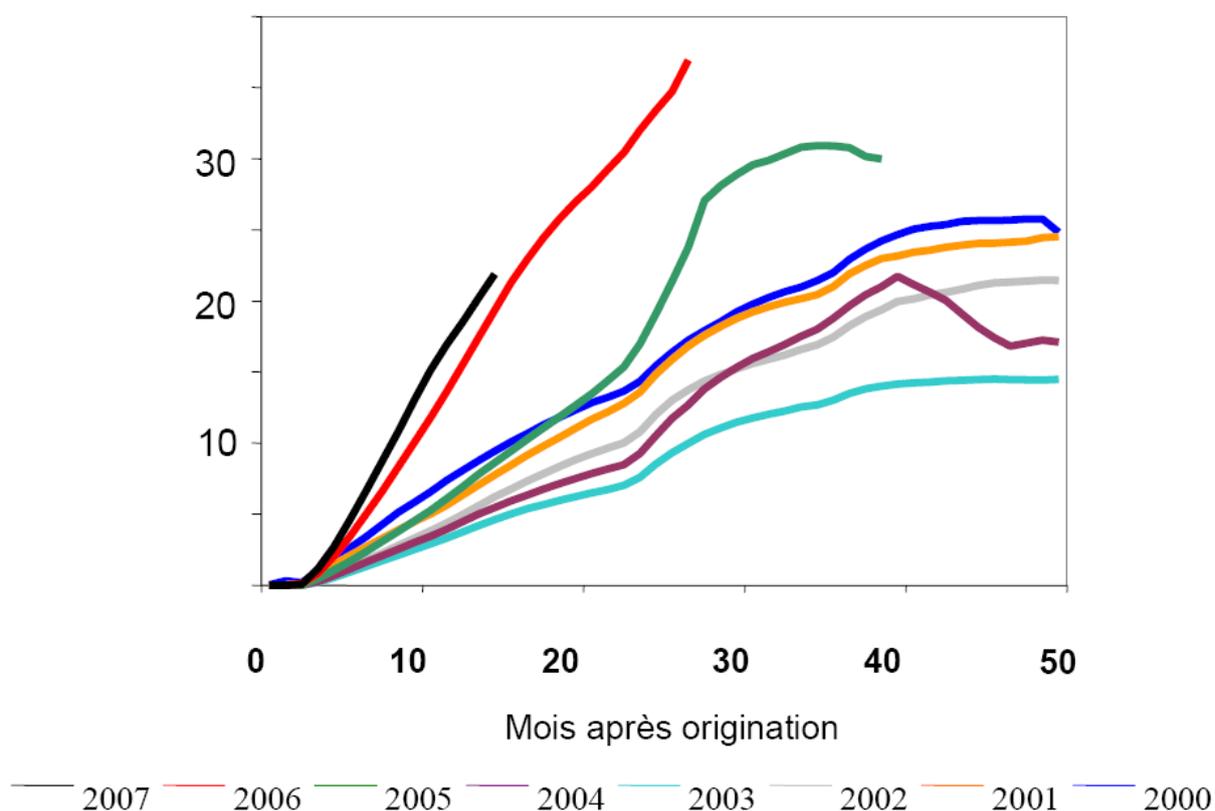
²⁴⁵ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 79.

²⁴⁶ HEBERT Donald, « A l'origine de la crise des subprimes, le marché immobilier américain », *Le Nouvel Observateur*, article publié le 02.09.2011 sur le site www.nouvelobs.com.

perdaient confiance, le crédit allait manquer, l'activité économique se réduire, les marchés s'étioler et les bourses des valeurs s'effondrer »²⁴⁷.

Les taux de défauts de paiements n'ont cessé d'augmenter à une allure inquiétante, de 4 % en 2005 pour atteindre 10% en septembre 2007. A la fin de la même année, le taux a atteint les 20%. Le graphique ci-dessous illustre cette avalanche de défauts de crédit.

Graphique n° 11 : Taux de défaut des crédits *subprimes* par année



Source : Merrill Lynch²⁴⁸

²⁴⁷ « Historique de la crise financière des subprimes », article publié dans *NovoPress Agence de presse indépendante*, le 23.04.2009. Lien web : www.qc.novopress.info.

²⁴⁸ Repris par RICOL René, Op.cit., p. 28.

Cela a eu pour répercussion directe, une chute drastique des prix de l'immobilier. Ainsi, avec les défauts de paiements qui commençaient à se multiplier en raison de l'augmentation des mensualités et la baisse du prix du bien immobilier, tout emprunteur se voyait dans une situation illogique, celle de payer plus pour un logement qui en valait de moins en moins. Pourquoi donc continuer de le faire ?

C'est ainsi que les défauts de paiements sont devenus tellement massifs qu'il est devenu impossible aux institutions de crédit de redresser leur bilan et de récupérer leur investissement vu que les prix continuaient encore de chuter. C'est de cette façon qu'une cascade de faillites s'est enclenchée entraînant les banques travaillant avec ces institutions ou alors les possédant.

Aggravant d'avantage la situation, « au printemps 2007, les agences de notation dégradent la note de nombreux titres adossés à des crédits immobiliers qui circulent sur les marchés. En avril, New Century Financial, un établissement spécialisé dans le crédit *subprime*, est en grande difficulté. Pendant l'été, un plan de sauvetage est décidé par le gouvernement allemand pour éviter la faillite d'IKB, une banque de financement des PME qu'on découvre être impliquée dans ce genre d'opérations. Le 9 août, BNP-Paribas annonce le gel de trois fonds investis dans des parts de titrisation d'actifs immobiliers américains à risque »²⁴⁹. La chronologie des faits décisifs qui ont marqué la crise est fournie avec de plus amples détails en annexe n° 4.

3.2. Premiers symptômes de crise systémique

Il nous semble décisif de reconnaître qu'un « enseignement important de l'histoire des crises est que leur gravité dépend de l'implication ou non des banques. Les crises qui déclenchent le risque systémique sont celles où les engagements des banques sont mis en doute... la crise actuelle qui met en cause le système bancaire international en son cœur est probablement la plus grave des cinquante dernières années »²⁵⁰.

En effet, bientôt la plupart des institutions financières reconnaissent qu'elles détiennent des parts considérables de ces actifs qualifiés désormais de « toxiques ». Plus

²⁴⁹ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 160.

²⁵⁰ AGLIETTA Michel, Op.cit., p. 41.

grave encore, « au coup d'arrêt mis à la titrisation, s'ajoute le fait qu'elles doivent reprendre et réintégrer dans leur bilan des montants considérables de créances devenues douteuses. Or, les règles prudentielles les obligent à détenir des fonds propres correspondant à au moins 8% de l'encours de leurs crédits. La réintégration des crédits *subprime* fait chuter ce ratio au-dessous de ce seuil. Les banques doivent vendre des actifs liquides pour augmenter leurs fonds propres et diminuer leurs encours. Ces ventes massives d'actifs font chuter leurs prix, ce qui alimente une dégradation continue de la situation financière des banques dont la capitalisation boursière dégringole »²⁵¹.

Face à cela, l'inquiétude des marchés ne fait que grimper car personne ne sait à quel point les institutions sont impliquées et à quel point leur situation est grave. Les annonces des montants des pertes ne cessent d'être réévaluées à la hausse²⁵². C'est à partir de là que la méfiance se profile entre banques qui refusent catégoriquement de continuer à se prêter de l'argent entre elles de peur de ne plus jamais être remboursées. Cela marquera un sérieux blocage des opérations de compensations sur le marché des prêts interbancaires.

Ce véritable « *credit crunch* » auquel nous avons assisté a été d'une telle ampleur par rapport aux crises précédentes qu'il a rendu toute possibilité de sortie de la crise bien pénible tant la déflation de la dette semble difficile. C'est ainsi que la crise financière s'est immédiatement prolongé par une sérieuse crise de la dette à laquelle nous assistons encore aujourd'hui.

3.3. Enchaînement des faillites

La faillite de Lehman Brothers fut un moment particulièrement critique dans le déroulement et l'amplification de la crise. En effet, cette dernière a été qualifiée par certains observateurs comme la plus grande de l'histoire des Etats-Unis.

²⁵¹ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 160.

²⁵² Voir en Annexe n° 5 les résultats financiers et dépréciations d'actifs des grandes banques mondiales et brokers-dealers pour l'année 2007 et le premier semestre 2008.

En fait, ne trouvant aucun repreneur²⁵³ et ne parvenant pas à convaincre le gouvernement à procéder à son sauvetage urgent, la banque déclare officiellement faillite le 15 septembre 2008. Cela a accentué la panique des marchés et a causé des faillites en cascades.

Plus encore, avec sa faillite, Lehman fait défaut de 600 milliards de dollars de dette, qui se retrouvent donc disséminés sur le marché. Immédiatement après, AIG le premier assureur américain se trouve dans une situation très délicate suite au nombre considérable de CDS émis en garantie des engagements de Lehman. Ce regain de panique se généralise à l'ensemble des Bourses mondiales : « entre janvier 2007 et janvier 2009, l'indice Dow Jones perd la moitié de sa valeur, et le CAC 40 les deux tiers de la sienne »²⁵⁴.

Ayant exprimé quelques regrets après leur refus de sauvetage de la banque, les pouvoirs publics ont intervenu massivement sur les marchés pour éviter l'écroulement de tout le système financier mondial. Face aux critiques émises au sujet de leur action, ceux-ci ripostent en affirmant que ce fut « vital » d'agir ainsi. En cause, « la crise de liquidité provoquée par l'assèchement du marché interbancaire risque de dégénérer en crise d'insolvabilité, avec des actifs dévalorisés devenant insuffisants pour couvrir les dettes et des débiteurs devenant incapables d'honorer leurs échéances. Ne pas enrayer un tel processus conduit tout droit à une panique bancaire, à la ruée des déposants (ce dont la Northern Rock a donné un avant-goût en septembre 2007), à une méfiance généralisée envers les moyens de paiements, à la paralysie de l'économie et au retour au troc, c'est-à-dire à l'effondrement des échanges et du niveau de vie »²⁵⁵.

²⁵³ La seule proposition de reprise a été faite par la banque britannique Barclays, mais avec pour condition de la part des services de régulation britanniques d'une garantie financière de la part du gouvernement américain.

²⁵⁴ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 161.

²⁵⁵ Ibid.

Conclusion

De manière très simplifiée et abrégée, certains observateurs de la crise ont tendance à affirmer qu'elle a été la résultante de deux facteurs successifs : elle a été déclenchée par des prêts massifs accordés à des ménages en situation précaire lorsque les taux d'intérêts étaient très bas et s'est emballée lorsque les prix de l'immobilier ont commencé à baisser. Baisse due à la remontée des taux par la Fed et à l'augmentation consécutive du taux de défaut de paiement.

Cela dit, d'autres se demandent encore aujourd'hui comment un segment limité du secteur immobilier US peut engendrer une si grave crise bancaire puis financière avant d'avoir des conséquences aussi lourdes et durables sur l'économie mondiale ?

Or, nous pensons que cette crise, contrairement aux autres, se trouve être sans lien originel avec la sphère économique réelle. Ses causes sont, selon l'analyse proposé dans ce prochain chapitre, à porter exclusivement aux dérives des opérateurs de la sphère financière. En effet, pour qu'il n'y est pas eu de défaillances il aurait fallu « une grande vigilance de la part des investisseurs à l'égard des produits ou instruments financiers dont les caractéristiques peuvent générer une perte de confiance et une illiquidité sur certains segments de marché, voire mettre en cause la solvabilité des banques les plus exposées et de façon plus générale, menacer la distribution du crédit dans l'économie »²⁵⁶, sauf que l'être humain n'est pas parfait, il est constamment proie à différents biais psychologiques en fonction du contexte et de l'environnement qui l'entourent.

²⁵⁶ RICOL René, Op.cit., p. 33.

Chapitre 2 : Eclairages apportés par la finance comportementale

Introduction

Les fervents défenseurs des pratiques ultralibérales du marché ont grandement encouragé la popularisation des nouvelles pratiques issues de l'innovation financière dont les produits adossées aux prêts hypothécaires en postulant que cela aurait pour bienfaits de couvrir les éventuelles défaillances d'emprunteurs à travers un bon service de la dette par d'autres opérateurs sur les marchés. Cela assurerait, avec certitude, une meilleure efficacité sur le marché des crédits et une meilleure fluidité de celui-ci. Tout irait donc pour le mieux.

Sauf que ceux-ci ont négligé d'autres mécanismes résultants de comportements, cette fois-ci, « inefficients » tels que l'avidité des investisseurs au « gain rapide ». Sinon, auraient-ils prévu que les différentes banques et institutions ne respecteraient pas les proportions raisonnables de créances douteuses dans la constitution de leurs portefeuilles d'actifs ? Aurait-ils imaginé qu'il serait crucial d'être vigilant quant à la fiabilité de l'information circulant au sujet de la qualité ou non des crédits ainsi que la situation des débiteurs ?

Avoir ignoré ces éléments relevant des réactions individuelles et collectives d'agents peu scrupuleux et parfois "prédateurs" de gain facile a été une erreur grave dont les conséquences ont été colossales. Nous nous proposons donc, dans ce dernier chapitre de traiter cette crise sous un angle comportementaliste bien souvent occulté dans la plupart des analyses, en tentant de dévoiler, dans une première section les principaux écarts de conduite des intervenants pour passer, dans une seconde au décryptage des sentiments ayant dominé durant cette période critique.

Section 1 : Principaux écarts de conduite à la source du dysfonctionnement du marché

Nous pensons que les *subprimes* sont uniquement un élément déclencheur d'une crise qui, à l'origine, est due à une pléthore de dérives et de dysfonctionnements sournoisement dissimulés et accumulés jusqu'à l'éclatement. En effet, c'est « une erreur que de ne considérer que le problème des subprimes quand on se rend compte que la croissance de l'économie américaine s'est en grande partie construite sur un socle de dérivés spéculatifs du crédit estimés à 35 000 milliards de dollars, soit le double de la valorisation de toute l'économie du pays. La crise subprime pourrait bien n'être que la partie émergée de l'iceberg »²⁵⁷.

Nous allons exposer dans cette section des écarts de conduite faisant référence à des comportements que nous avons relevés comme étant « inefficients » et plus encore sortant de toute la logique dictée dans la théorie des marchés financiers mettant en avant les comportements rationnels de ses intervenants.

1. Rôle biaisé des agences de notation et des analystes financiers

Le rôle de ces deux acteurs dans l'évaluation et la diffusion de l'information sur les produits structurés en circulation avant la crise a été critique. En effet, la plupart des investisseurs avaient une telle confiance en leur notation et analyse qu'ils ont entièrement négligé la nécessité de réaliser leur propre "*Due Diligence*". Nous allons dans ce qui suit appuyer cela à travers une analyse critique des agissements des agences de notation ainsi que des analystes financiers.

1.1. Les agences de notation

Les « agences de notation financière sont spécialisées dans ce que l'on nomme en anglais le « rating ». Elles se chargent d'évaluer le risque de solvabilité des emprunteurs. Les emprunteurs, dans ce cas précis, peuvent être des

²⁵⁷ SANTI Michel, analyste et économiste financier, « Aux origines de la crise des subprimes », article publiée sur son site web : www.gestionsuisse.com, le 11.03.2008.

entreprises privées ou publiques, des Etats, des collectivités locales comme les départements ou les régions et des communes. Le rôle des agences de rating est de mesurer précisément le risque de non remboursement des dettes que présente l'emprunteur, on parle aussi de la "qualité de la signature" »²⁵⁸.

1.1.1. Un pouvoir d'influence non négligeable

En 2000, la réputée agence de notation Standard & Poors a assuré qu'un prêt immobilier contracté en vue de rembourser la partie fonds propres du crédit immobilier principal ne présente pas plus de risques de défauts que ce dernier. Elle a donc clairement recommandé ces actions au lieu de mettre en garde les marchés sur d'éventuels risques futurs pouvant avoir des conséquences très graves.

Par la suite, et du simple fait qu'un organisme qui a fondamentalement pour mission de conforter ou de mettre en garde vis-à-vis de la santé de certains actifs, de la qualité de gestion d'entreprises et d'une bonne ou mauvaise pratique sur les marchés, encourage clairement d'investir sur ces *subprimes* sans craintes, les banques ont tout de suite réagi en assouplissant encore et encore leurs conditions de prêt (allant jusqu'à proposer des formules avec gel du paiement des intérêts pendant quelques années, gel de l'amortissement du capital ou même prêter sans aucun fonds propre). Avec du recul et beaucoup d'objectivité, tout observateur doué de neutralité face à la situation pouvait pronostiquer que cette « frénésie » des banques combinée au laxisme des instituts régulateurs allait tout droit vers une grande « catastrophe ».

Une des plus consternantes conséquences de ce constat étant que la plupart des investisseurs avaient tellement confiance en elles que « les fonds communs de placement et les petites banques se sont largement reposés sur les agences de notation pour l'évaluation des risques des actifs sous-jacents, sans effectuer les *due diligences* nécessaires. Leur contrôle

²⁵⁸ «Les agences de notation financière», article publié sur www.abcbourse.com. Date de consultation : 14.08.2012.

interne, comme leur gestion des risques, ne se sont pas adaptés au développement de l'innovation financière, et leurs organes de gouvernance (dirigeants, conseil d'administration, comité d'audit), qui ne disposaient souvent que d'une information partielle, n'étaient eux-mêmes pas en mesure de prendre les décisions adaptées »²⁵⁹. Plus encore, les collectivités locales ainsi que les fonds de pension ont été d'une grande vulnérabilité. En effet, habitués aux investissements en action et le plus souvent en obligations d'Etat, ceux-ci n'ont guère développé leur propre outil d'analyse de ces nouveaux actifs et instruments de crédit qu'ils ont acheté « quasi-exclusivement » en fonction de l'opinion émise par les agences de notation dans toutes leurs décisions d'investissement.

Ce n'est malheureusement qu'à la suite de l'effondrement des marchés que les agences de notations ont été accusées de prévaloir une appréciation uniquement basée sur la rentabilité en faisant clairement abstraction de la variable « sécurité ». En effet, « l'augmentation systématique des défauts de paiement survenus sur le marché des *subprimes* a été insuffisamment prise en compte ou anticipé dans leurs modèles. Les données utilisées ne prenaient pas en compte les récentes conditions de marché et les informations fournies aux investisseurs n'étaient ni complètes, ni appropriées »²⁶⁰.

1.1.2. Un manque de fiabilité avéré

La confiance que les opérateurs de marché avaient en l'analyse émise par les agences de notation les a inconsciemment induit en erreur. Aucune institution n'est infaillible et cette affirmation semble avoir été ignorée, peut être sous l'influence du biais de l'excès de confiance ("Overconfidence bias" en anglais). En effet, nous allons voir dans ce qui suit que les agences ont été proies à certaines erreurs d'évaluation dont les opérateurs de marché n'ont pas semblé avoir pris

²⁵⁹ RICOL René, Op.cit., p. 33.

²⁶⁰ Ibid., p. 34.

en note dans leur perception de la fiabilité des analyses émises par ces mêmes agences.

1.1.2.1. L'erreur de 2000 Milliards de Dollars US

Le 5 août 2011 l'annonce de l'agence de notation Standard & Poor's raisonne comme un cataclysme dans la sphère financière mondiale. Pour la première fois de son histoire, la note souveraine des Etats-Unis est dégradée de son triple A pour avoir la note de AA+. A cette dégradation, l'agence évoque dans une première analyse l'ampleur du déficit budgétaire américain. De ce fait, elle annonce que l'achat des bons du trésor américains ne peut plus faire partie des investissements les plus surs. L'agence de rating évoque également des perspectives sombres ainsi qu'une faible probabilité de regain du triple A ou du moins pas dans le court terme.

Cela dit, le Wall Street Journal a repris ce qui s'était exactement déroulé juste avant cette annonce en ces termes : « Around 1:30 p.m., S&P officials notified the Treasury Department that they planned to downgrade U.S. debt and presented the government with their findings. Treasury officials noticed a \$2 trillion error in S&P's math that delayed an announcement for several hours. S&P officials decided to move ahead, and after 8 p.m. they made their downgrade official »²⁶¹.

Ainsi, après la riposte immédiate, avec graphique à l'appui (repris ci-dessous), faite par le trésor américain à l'égard du caractère fallacieux de son analyse, l'agence changea à la hâte de version dans son communiqué officiel en l'accentuant cette fois-ci sur les « risques politiques ». En citant toujours les propos du Wall street Journal, « S&P has said their decision to downgrade the U.S. was based in part on the fact that the Budget Control Act, which will reduce projected deficits by more than \$2 trillion over the next 10 years, fell short of their \$4 trillion expectation for deficit reduction. Clearly, in that context, S&P considers a \$2 trillion change to projected deficits to be very

²⁶¹ PALETTA Damian, PHILLIPS Matt, «S&P Strips U.S. of Top Credit Rating», published in August 7, 2011, on The Wall Street Journal.

significant. Yet, although S&P's math error understated the deficit reduction in the Budget Control Act by \$2 trillion, they found this same sum insignificant in this instance »²⁶².

John Bellows, le secrétaire adjoint au Trésor chargé de la politique économique, qui a fait une analyse détaillée de cette erreur dans les projections de déficit budgétaire allant jusqu'à 2012, s'est insurgé contre l'agence de notation en ces termes « S&P a reconnu cette erreur...(mais) n'a pas estimé qu'une méprise de cette ampleur suffisait pour justifier de réexaminer son jugement, ou même de se donner un jour supplémentaire pour réévaluer soigneusement l'analyse...La taille de cette erreur, et la rapidité avec laquelle S&P a changé sa justification principale quand on lui a présenté cette erreur, soulèvent des questions fondamentales sur la crédibilité et l'intégrité de la décision prise par S&P sur cette note »²⁶³.

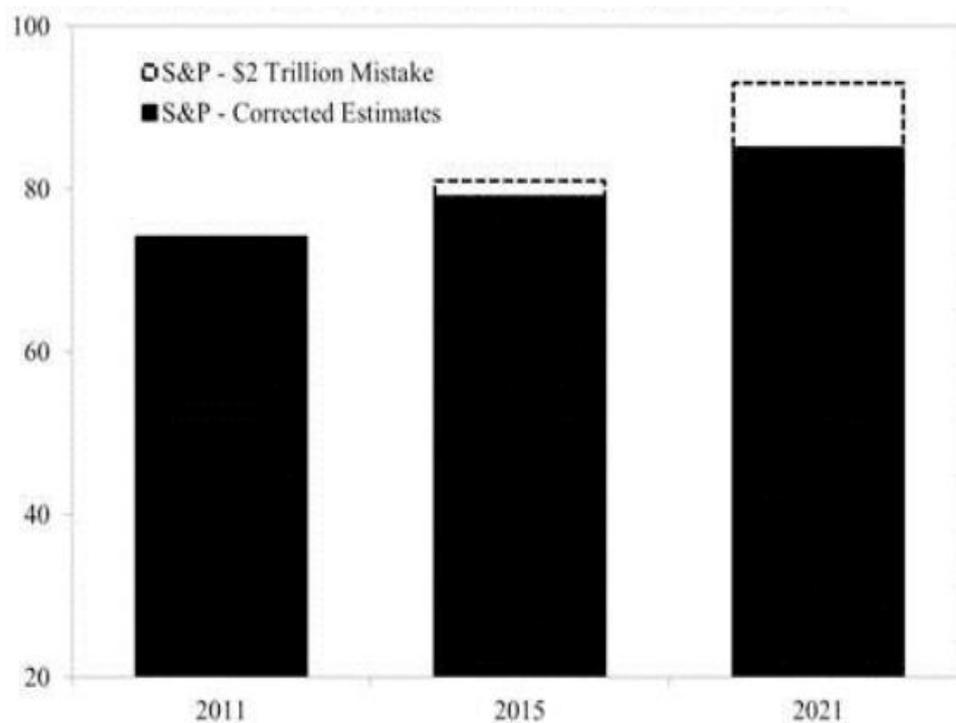
Cette annonce a été reçue comme une onde de choc sur les marchés financiers déjà instables et très inquiets. En effet, « the move by S&P still could serve as a psychological haymaker for an American economic recovery that can't find much traction, and could do more damage to investors' increasing lack of faith in a political system that is struggling to reach consensus even on everyday policy matters. It could lead to the prompt debt downgrades of numerous companies and states, driving up their costs of borrowing. Policy makers are also anxious about any hidden icebergs the move could suddenly reveal. A key concern will be whether the appetite for U.S. debt might change among foreign investors, in particular China, the world's largest foreign holder of U.S. Treasurys. In 1945, foreigners owned just 1% of U.S. Treasurys; today they own a record high 46%, according to research done by Bank of America Merrill Lynch»²⁶⁴.

²⁶² BELLOWS John, «Just the Facts: S&P's \$2 Trillion Mistake», publié sur le site officiel de l'U.S. Department of treasury (www.treasury.gov), le 08.06.2011 en réponse immédiate à la décision de dégradation de S&P.

²⁶³ REED Jason, « Perte du triple A: Les Etats-Unis contestent l'intégrité de S&P », article publié le 07/08/2011 sur www.lexpansion.lexpress.fr.

²⁶⁴ PALETTA Damian, PHILLIPS Matt, Op.cit.

Graphique n° 12 : Net Federal, State and Local Government Debt (Share of GDP)²⁶⁵



Source: U.S. Department of the Treasury ²⁶⁶

Face à cela, les agences de notations ont sciemment ignoré les impacts que pouvait avoir cette annonce et préféré rester sur leurs positions de départ même en sachant le caractère erroné de leur déclaration et ce simplement pour préserver leur réputation.

1.1.2.2. Autres fautes importantes des agences

Les trois grandes agences qui contrôlent à elles trois plus de 90% des activités de la profession financière sont : Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's. Celles-ci n'ont pas effectué leur rôle afin de tempérer les marchés durant cette crise, mais bien au contraire en accentuant leur instabilité. Nous

²⁶⁵ Data are taken from the two separate versions of S&P estimates sent to Treasury on Friday 5th August 2011.

²⁶⁶ Site officiel du trésor américain : www.treasury.gov.

allons appuyer cette affirmation par les trois exemples qui nous ont semblé être les plus déroutants.

Le premier étant une illustration de ce que l'on nomme en finance comportementale **l'heuristique de disponibilité**. Ce dernier a également été relevé lors de la crise de la bulle internet en 2000. En effet, au même titre que les investisseurs ne se focalisaient que sur le potentiel de croissance des valeurs internet au détriment d'une analyse rigoureuse des entreprises qui ont distribué les actions, les agences de notations ont complètement fait abstraction des signaux alarmants provenant de la dangerosité croissante des *subprimes*. Une simple initiative d'actualisation du taux de défaut aurait été très indicative. En effet, « pendant 12 ans, de 1990 à 2002, le montant des subprimes était à peu près constant ; on pouvait facilement calculer le taux de défaut, qui était représentatif. A partir de 2002, les subprimes ont explosé mais le taux de défaut n'a pas été modifié. Les agences de notation n'ont pas vu ce phénomène »²⁶⁷.

La seconde erreur ayant eu de graves conséquences est celui du dénigrement de leur incapacité à évaluer la « santé » d'un titre. Nous pouvons attribuer ce comportement, en termes de finance comportementale, au biais de **conservatisme ou sous un autre nom de dissonance cognitive**. En effet, le rôle crucial qu'aurait dû jouer les agences de notation bien avant l'explosion de la crise aurait été celui de dénoncer la dangerosité des produits titrisés sous forme de CDO. Cela dit, il a été révélé après l'éclatement de la bulle que les produits dérivés portant les plus grands risques étaient hors bilan et donc hors de portée des commissaires aux comptes qui ne parviennent plus à décrypter ces produits de plus en plus complexes et de plus en plus structurés. Toute traçabilité en devient presque impossible sans compter que de nombreuses données fournies par les « Mortgage lenders » se sont révélés être truquées et falsifiées.

Ainsi, si les agences de notation avaient annoncé à propos de certains titres qu'ils étaient trop complexes et trop opaques pour pouvoir en évaluer le

²⁶⁷ « Crise des subprimes : quelques enseignements de Michel Prada », Op.cit.

risque, ces derniers auraient tout bonnement étaient « invendables » sur le marché sans compter que cela aurait eu des répercussions sur la réputation et donc sur la crédibilité de ces agences. Ce mécanisme psychologique les a poussé à se simplifier la tâche en déclarant ces produits comme des produits « Non risqués ».

La troisième erreur, découlant directement de cette dernière, a été celle de l'ambiguïté entretenue autour de leur notation. En effet, après la crise, les agences de notation ont été amenées à comparaitre pour « fraude civile » pour avoir maintenu des notations très élevées à des actifs qui étaient en réalité « toxiques », en ce sens AIG et Lehman brothers étaient encore notées AAA quelques jours avant leur faillite. Procès dont elles ont pu s'innocenter sous argument du premier amendement de la constitution des Etats-Unis leur permettant de jouir de la liberté d'expression. Leurs notations avaient été déclarées selon eux comme de simples « opinions » et non des actes financiers. Plus encore, la signification même de leur notation serait à la source de cette grande méprise car « une notation AAA ne signifiait pas, disent les agences, qu'il n'y aurait pas de défaut, cela signifiait seulement que la probabilité de non-remboursement à terme serait faible ! Mais ni la volatilité ni le risque de liquidité n'était pris en compte. Nuance subtile que n'ont pas saisie les investisseurs ! »²⁶⁸.

Ainsi, nous pouvons conclure par le fait que les agences de notation, par leur mauvaise appréciation des risques véhiculés par les actifs titrisés, ont accablé les marchés à deux reprises : par leur contribution à l'engouement général pour d'achat de ces actifs - ce qui a levé une dangereuse euphorie des marchés - et par leur contribution à l'éclatement de la bulle découlant sur une « psychose » des marchés.

²⁶⁸ « Crise des subprimes : quelques enseignements de Michel Prada », Op.cit.

1.2. Les analystes financiers

L'avis des analystes financiers pèse lourdement et influence explicitement la prise de décision des investisseurs. Pour cause, un analyste financier « a pour rôle d'évaluer les émetteurs de titres, le plus souvent des entreprises, notamment sur leur solvabilité, leur rentabilité et bien d'autres facteurs. L'analyste est adepte de l'analyse fondamentale. Il évalue la valeur réelle de l'entreprise pour déterminer par la suite un objectif de cours de bourse lorsque la société est cotée, égale à la valeur intrinsèque du titre. Il joue donc indirectement un rôle de conseiller pour les investisseurs dans leur choix d'investissement »²⁶⁹.

Aussi, très récemment, des chercheurs de l'EM Strasbourg, en collaboration avec CCR Asset Management²⁷⁰ ont réalisé une étude qui « montre que les professionnels de la finance sont sujets à l'excès de confiance, un biais qui influe sur la prise de risque financier »²⁷¹.

Plus encore, une étude édifiante concernant la fiabilité des prévisions futures, faite par Tadeusz Tyszka et Piotr Zielonka²⁷² compare les analystes aux prévisionnistes de la météorologie et dévoile, preuve à l'appui, que les analystes font pire que ces derniers. La différence est juste une plus grande confiance en leurs compétences. C'est de cette façon que « Benjamin Graham observait dans *L'investisseur intelligent* – le livre fétiche de Buffet sur l'investissement – que nous avons vu que beaucoup plus d'argent avait été gagné et conservé par des "gens ordinaires" dont le comportement est bien adapté au processus de l'investissement

²⁶⁹ Définition du lexique financier du site web : www.actufinance.fr. Date de consultation : 12.05.2012.

²⁷⁰ Filiale française du groupe suisse UBS. Cette dernière représente la première société en France à appliquer la finance comportementale à sa gestion de portefeuille.

²⁷¹ Communiqué de presse de l'École de Management de Strasbourg en collaboration avec CCR Management sur la création d'une chaire d'entreprise en finance comportementale, publié le 28 juin 2012.

²⁷² TYSZKA Tadeusz & ZIELONKA Piotr, «Expert Judgments: Financial Analysts versus Weather Forecasters», *Journal of Psychology and Financial Markets*, Volume 3, Issue 3, 2010, pp. 152-160.

que par des personnes dépourvues de cette qualité, et cela en dépit de leur vaste connaissance de la finance, de la comptabilité et des techniques de la Bourse »²⁷³.

En plus de ce premier biais psychologique, les analystes ont tendance à appliquer une pure stratégie de « positive feedback trading » comme cela a été le cas durant la crise. Cette manière de procéder est fréquente à de nombreux analystes financiers et fait référence à cette dangereuse tendance à extrapoler les événements passés sur les progressions futures des cours, considérant de manière systématique que les mêmes mécanismes vont se prolonger. Cela les amène bien souvent à acheter lors des tendances haussières et vendre lors des tendances baissières. Ce qui correspond à la célèbre stratégie de Soros dite : « prendre le train en marche ».

Dans cette situation, et sous leurs pronostics « avisés », aucun investisseur ne sera tenté d'aller à contre sens du marché. Bien au contraire, l'idéal pour eux serait de suivre la tendance et ne s'arrêter qu'au pic d'avant l'amorçage de la tendance inverse. Ce qui contribue dangereusement à l'amplification des bulles spéculatives au lieu de les réduire.

Un autre biais doit être mis en évidence. En fait, les analystes peuvent souvent rentrer dans des conflits d'intérêts et recommander les titres de banques pour lesquelles ils travaillent afin de profiter de commissions de l'employeur ou tout simplement favoriser certains « clients importants ». Deux cas de figure peuvent se présenter, « certains analystes financiers travaillent pour les banques et sont alors gestionnaires de portefeuilles. Pour cette raison, leur intégrité est parfois mise en cause. En effet, les banques peuvent avoir pour client les entreprises que leur analyste évalue. Il est alors difficile pour la banque de diffuser une mauvaise évaluation de l'entreprise, sous peine de perdre son client. L'entreprise exerce des pressions sur sa banque pour être bien noté... D'autres analystes eux travaillent pour des sociétés de bourse. Ils conseillent alors les vendeurs des salles de marchés qui répercutent l'information sur leur client. Les autres analystes travaillent eux pour le compte de sociétés indépendantes »²⁷⁴.

²⁷³ PARDOE James, « BUFFET Warren, 24 Leçons pour gagner en bourse », Editions Maxima, Paris, 2007, pp. 40-41.

²⁷⁴ Tiré du site web : www.actufinance.fr. Date de consultation : 12.05.2012.

Ce n'est pas la compétence des analystes qui est ici remise en doute mais le cadre conceptuel et théorique dans lequel s'inscrivent leurs pronostics. Ainsi, les critères utilisés à l'évaluation tout autant que les outils de mesure de risques peuvent être réellement inadaptés voir biaisés. Qui plus est « la sous ou surestimation de certains facteurs ou événements pouvant affecter le cours du titre, ou encore l'existence de biais comportementaux, comme par exemple l'excès de confiance, d'optimisme ou de pessimisme devraient être d'avantage pris en compte »²⁷⁵.

2. Principales institutions financières et Hedge Funds

Nous pouvons de prime abord et de façon totalement spontanée, dire que la crise financière de 2007 a une origine tout à fait classique, celle d'une recherche de rentabilités toujours plus accrues, poussant jusqu'à la démesure. L'avidité est le maître mot régnant dans les marchés dans ces situations. Cela dit, un élément semble avoir été écarté de l'analyse ; les plus grandes institutions représentent souvent le chef d'orchestre de ce « brouhaha » régnant sur les marchés.

2.1. L'avidité croissante : une quête effrénée vers les profits à court terme

Nous avons constaté, durant l'avant crise, un flagrant détachement des agissements des différents investisseurs des fondements économiques élémentaires, et plus particulièrement celui de la génération de profits grâce à la création de valeur. Hedge funds et banques voulaient faire des profits colossaux avec des transactions à la minute. Une boulimie déraisonnée qui ne saurait être concevable sans création parallèle de richesse.

En effet, « pendant les sept dernières années, les banques d'investissements et les banques de détail ont exigé des rentabilités toujours plus importantes. Elles ont accepté de financer l'activité de fond d'investissement utilisant des effets de leviers

²⁷⁵ SNOPEK Lukasz, Op.cit. p. 160.

énormes générant des montants d'engagements colossaux sans réellement mesurer les risques car il s'agissait de satisfaire l'appétit d'actionnaires et d'investisseurs jamais repus »²⁷⁶.

L'avidité des banques les a ainsi amené à sortir des sentiers de la raison. En fait, « alors que l'activité traditionnelle des banques consiste à emprunter à court terme pour prêter sur le long terme, elles transformèrent les prêts long terme (prêts immobiliers, prêts étudiants, prêts automobiles) en prêts à court terme. Ainsi, ces établissements se lancèrent-ils dans une alchimie subtile consistant à fusionner des prêts sur le long terme avant de les hacher en de plus petits instruments de crédit qui avaient toutes les caractéristiques d'obligations à court terme hormis leur rendement élevé... Ces instruments furent donc vendus à toute sorte d'investisseurs en mal de rendement dûment labellisés de la notation maximum AAA car les agences de rating ne tenaient compte que de la notation de la banque émettrice... Parmi ces investisseurs attirés par des titres AAA offrant, qui plus est, un rendement au-dessus de la moyenne figuraient fonds de pension et compagnies d'assurance, persuadés de l'aspect à la fois liquide et sécuritaire de l'instrument »²⁷⁷.

Ainsi, sous l'emprise de cette avidité, vont être accordés des prêts immobiliers à des particuliers de moins en moins solvables, en justifiant cela par le fait que même en cas de défauts de paiements, le remboursement s'effectuera par la revente du bien immobilier en question, car l'idée reçue est que le prix de l'immobilier ne peut que croître ; c'est de la sorte que les *subprimes* sont créées.

A la tête de cette dérive, les plus importantes institutions financières telles que Citibank, Goldman Sachs, Morgan Stanley...etc., ont accentué la situation en incitant d'avantage à la prise de risque car au vue de leur taille et de leur prépondérance sur le marché, celles-ci bénéficient d'un statut « *too big to fail* ». Cet emblème a perverti leur perception des risques car elles savent que même dans le pire des scénarios, les banques centrales n'auront d'autres choix que d'intervenir pour renflouer leurs caisses et restaurer leurs activités.

²⁷⁶ « Crise des "subprimes": si vous n'avez toujours rien compris », chronique d'un trader publiée dans www.rue89.com, le 03.09.2008.

²⁷⁷ SANTI Michel, analyste et économiste financier, « Aux origines de la crise des subprimes », article publiée sur son site : www.gestionsuisse.com le 11.03.2008.

La preuve en est évidente aujourd'hui, car même « en jouant imprudemment avec le marché immobilier américain, JPMorgan Chase, Goldman Sachs et Deutsche Bank et les autres ont plongé les Etats-Unis dans un marasme de 10 ans. Seront-elles sanctionnées par l'administration fédérale américaine? »²⁷⁸. La réponse est sans nul doute un « non ».

Nous tenons à mettre en avant ce mécanisme psychologique qui n'est pas sans risques car même si toute « politique monétaire doit veiller à empêcher les crises générales qui pourraient provenir des effets en chaîne de faillites bancaires sur l'ensemble du système et de l'économie. Mais pour les banques une telle garantie de « nationalisation des pertes » peut entraîner un mécanisme d'aléa moral »²⁷⁹.

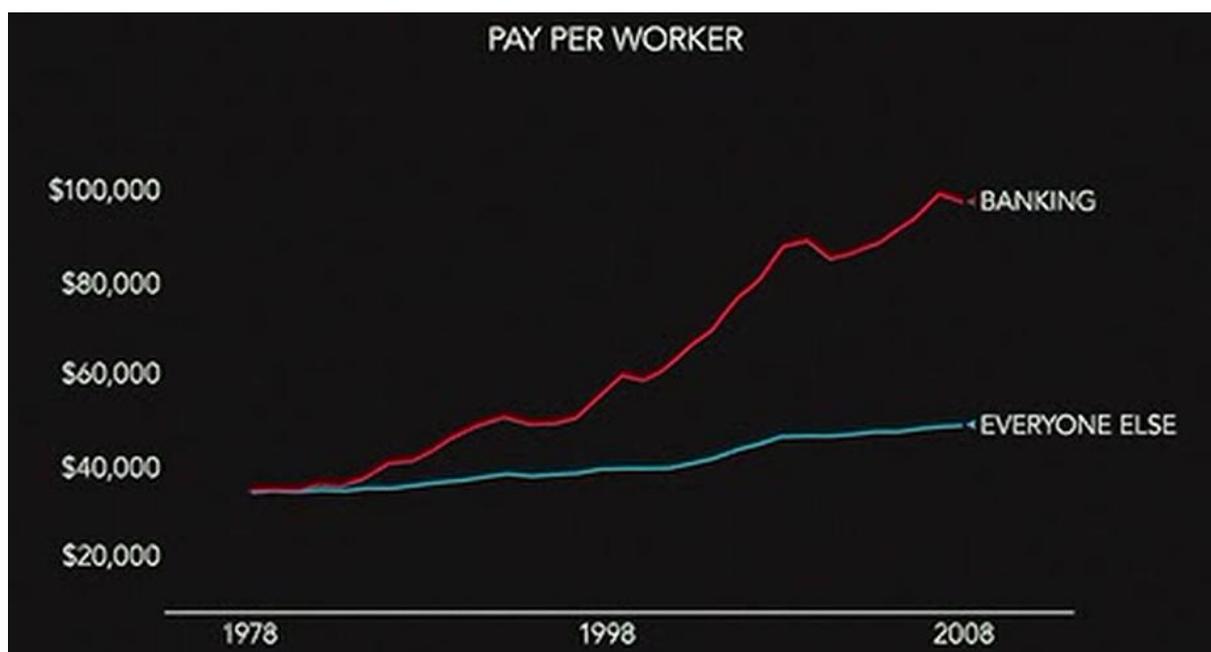
2.2. Modes de rémunération dans l'industrie de la finance

La crise a été le moment de tous les aveux. Parmi ceux-ci, les sommes et primes colossales touchées par les opérateurs financiers à différentes échelles. Le graphique ci-dessous témoigne de l'immense « Gap » qui s'est creusé depuis 1978 (date à laquelle les salaires étaient parfaitement alignés) jusqu'en 2008 entre les salariés de tous secteurs confondus et ceux du secteur bancaire.

²⁷⁸ HEBERT Donald, « A l'origine de la crise des subprimes, le marché immobilier américain », *Le Nouvel Observateur*, article publié le 02.09.2011 sur le site www.nouvelobs.com.

²⁷⁹ « La crise financière : comment s'est-elle disséminée ? », article publié le 06.03.2008 dans le site web lafinancepourtous.com, rubrique décryptages.

Graphique n° 13 : Evolution des Salaires aux Etats-Unis



Source : Rapport documentaire, « Inside Job », dirigé par FERGUSON Charles. Date de première diffusion : 23.03.2011.

En fait, il a clairement été relevé que « les modes de rémunération des opérateurs de marché ont contribué à la recherche du profit à court terme sans tenir suffisamment compte des risques attachés et surtout des évolutions à long terme des produits qu'ils concevaient, vendaient ou arbitraient »²⁸⁰.

Plus scandaleux encore a été la découverte que ces rémunérations se trouvaient être en non alignement complet avec les objectifs à long terme des établissements financiers employeurs ainsi que des actionnaires. « Ceci est particulièrement vrai pour les primes versées immédiatement en fonction des profits tirés d'opérations enregistrées dans les comptes sur la base de modèles, mais dont le dénouement peut faire apparaître des pertes à terme. Cette question a été rendue d'autant plus prégnante du fait des normes comptables, qui permettent d'enregistrer en tant que résultat les profits futurs ou potentiels : il est dans ces conditions difficile pour les responsables de ne pas récompenser les *traders* sur une telle base »²⁸¹.

²⁸⁰ RICOL René, Op.cit., p. 33.

²⁸¹ Ibid., p. 68.

En fait, tout « comme l'a montré le prix Nobel George Akerlof, les êtres humains privilégient les croyances qui les arrangent, pour diminuer leur anxiété vis-à-vis de l'avenir. De même, on a constaté que les "traders" changeaient leur mode de décision, non en fonction de critères objectifs (données macroéconomiques ou microéconomiques nouvelles), mais en fonction des bonus qu'ils pourraient encaisser en fin d'année »²⁸². Or, « les principes de rémunération de ceux qui jouent sur ces marchés ne sont pas seulement indécents, ils sont pousse-au-crime... »²⁸³.

Ce n'est qu'en raison d'une grande pression exercée par l'opinion publique que « l'*Institute of International Finance*, qui regroupe les représentants des plus grandes banques mondiales, a reconnu explicitement²⁸⁴ la nécessité de développer plus largement des systèmes de rémunération différée, prenant mieux en compte la profitabilité de long terme, le coût du capital et le degré de risque, et d'être plus transparent à l'égard des actionnaires sur les méthodes et les processus de détermination des rémunérations correspondantes. Certaines banques étudient déjà les propositions émises en ce sens »²⁸⁵.

3. Laxisme du système de régulation

Nous tenons à mettre en avant dans ce troisième point une défaillance des systèmes de régulation jusqu'alors peu critiqués. Tout le monde se réjouissait d'une économie, en apparence, bien portante en faignant d'ignorer l'empilement du crédit.

Ainsi, durant notre analyse, nous avons relevé deux grands écueils auxquels le système de régulation a été vraisemblablement victime. Le premier étant les efforts du gouvernement américain à entretenir une illusion de bonne santé de l'économie alors qu'il aurait été à cette période crucial de mettre en garde contre d'éventuels mécanismes d'euphorie et souligner de surcroît le caractère de plus en plus spéculatif du marché immobilier.

²⁸² MAROIS Bernard, président du Club Finance HEC dans : HERLIN Philippe, « Finance : Le nouveau paradigme », Op.cit., p. 10.

²⁸³ « Crise des "subprimes" : si vous n'avez toujours rien compris », chronique d'un trader publiée dans www.rue89.com, le 03.09.2008.

²⁸⁴ Se référer au «Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices» de juin 2008.

²⁸⁵ RICOL René, Op.cit., p. 68.

Le second est celui de l'inertie dans le système de régulation qui n'arrive pas à suivre le rythme du marché et de ses innovations permanentes faisant qu'il faut souvent trop de temps pour le réglementer. Sans compter le lobbying empêchant les institutions de régulation d'entreprendre des mesures nécessaires pour assainir le secteur financier.

3.1. Un gouvernement « utopiste » : entretenir l'illusion du rêve américain

À partir des années 80, les inégalités de revenu et de salaire aux Etats-Unis commencent à croître de façon concomitante à la dérégulation des marchés. Aussi, à chaque mandat politique, les présidents ont tenté de continuer à nourrir cette illusion de richesse auprès des classes les plus défavorisées et ce grâce au levier de l'endettement.

Les revenus des américains ne progressant guère, l'endettement semblait être la solution la plus simple et la plus rapide leur permettant de maintenir leur mode de vie des années fastes. L'endettement deviendra alors de plus en plus cumulatif et donc de plus en plus dangereux. Cette illusion de richesse créée pour combler les inégalités croissantes de revenu et de salaire et entretenir le rêve américain en chaque citoyen, George Bush en a fait son cheval de bataille, en s'engageant fermement durant son mandat qu'il ferait tout pour que même les plus pauvres puissent acquérir la « maison de leurs rêves ».

La raison est que cet argument a beaucoup de succès auprès des électeurs et il n'est pas à nier que « l'Etat américain a toujours caressé l'idée de faire de chaque citoyen américain le propriétaire de son logement. Il a donc encouragé et soutenu les banques dans cette politique. Mais les banques doivent-elles permettre la promotion d'une politique du logement déconnectée de la réalité économique ? Non, elles doivent jouer le rôle en étant responsable des dépôts qui leur sont confiées »²⁸⁶.

Dans sa détermination, l'Etat n'a pas hésité à mettre en place des politiques monétaires et budgétaires très permissives (nous pensons notamment à la loi de 1977

²⁸⁶ « Les véritables origines de la crise des subprimes : l'Etat et les banques US », article publié dans *L'informateur, le média libre et indépendant*, le 21.01.2009. Lien web : www.linformateur.over-blog.com.

aux Etats-Unis autorisant les établissements de crédits d'octroyer des crédits immobiliers aux ménages peu-solvables grâce à la garantie de l'Etat sur leurs dépôts) à l'égard des banques les incitant à prêter au maximum de ménages, y compris les plus fragiles.

Le résultat en a été que les limites de prise de risque ont été encore repoussées plus loin car, dans une conception tout à fait logique, une banque ne se permettrait de prêter à des personnes non solvables qu'à ses risques et périls car il est précautionneux de dire que l'on ne peut prêter que ce que l'on pourrait prendre le risque de perdre réellement. Ainsi, pour des prêts aussi massifs, les banques auraient dû disposer de fonds propres proportionnellement élevés pour assumer les risques potentiels d'impayés. Or, à cette période, les lois n'obligent les banques à détenir des fonds propres qu'à hauteur de 7 à 8 % et ce en raison des mécanismes innovateurs de mutualisation et de couverture des risques sur les marchés financiers. Les banques ont été prises au piège d'une législation lacunaire et des intervenants de marché qui promettent plus qu'ils ne peuvent assumer. Les banques ont donc fait preuve d'une prise de risque abusive, tout simplement parce qu'ils pensaient ne pas avoir à l'assumer de toute façon.

Pas la suite, plus les taux d'intérêts augmentaient, plus les ménages se retrouvaient dans l'incapacité à rembourser leur prêt. Cette situation les a amené jusqu'à contracter un nouveau prêt pour faire face aux mensualités du prêts hypothécaire initial. Ce processus concordant avec une pure logique de bulle.

En ces circonstances, il est « difficile de comprendre en effet Alan Greenspan, alors président de la Fed et inquiet de l'éclatement potentiel des bulles immobilières et boursières, encourager en 2003 et 2004 les emprunteurs à opter pour des prêts à taux variable dans un contexte où les taux d'intérêt, au plus bas depuis trente ans, ne pouvaient que monter... Par ailleurs, comment comprendre le nouveau président Bernanke qui professait vers fin 2006 que les prix immobiliers élevés n'étaient que le reflet d'une économie solide ? L'Histoire se souviendra que les autorités financières américaines n'ont rien entrepris pour décourager une pyramide de l'endettement »²⁸⁷.

²⁸⁷ SANTI Michel, analyste et économiste financier, « Aux origines de la crise des subprimes », article publiée sur son site : www.gestionsuisse.com le 11.03.2008.

3.2. Une réglementation permissive et non préventive

La législation bancaire américaine s'est toujours focalisée sur les banques en tant qu'organisme recevant des dépôts en ayant à l'esprit que le but ultime de son existence est de protéger les déposants. Or, « pour se fournir en liquidités et en financement afin de porter leurs opérations, les banques d'affaires américaines devaient se tourner vers le marché interbancaire et recevoir leurs ressources des banques de dépôts ou de tous organismes à la liquidité excédentaire »²⁸⁸. Cela fait que le déposant est tout de même fortement impliqué et ce même si c'est de façon indirecte.

3.2.1. Le *Shadow-Banking* : là où tout se passe dans l'ombre et sans aucun control

Le Shadow banking peut être défini comme une « activité de banque, menée par des entités qui ne recevant pas des dépôts ne sont pas régulées en tant que banques et donc qui ne sont pas soumises à la réglementation bancaire et en particulier aux réglementations Bâle I et Bâle II, dont celles qui sont relatives aux fonds propres et à leur composants, les trois "tiers" »²⁸⁹.

Ainsi, pour simplifier le raisonnement, nous pouvons dire que « la régulation et le contrôle des banques et notamment les règles de constitution d'un capital prudentiel en fonction des crédits distribués visent à protéger les épargnants et l'économie contre les risques liés à la transformation et à prévenir les paniques. Sauf qu'ici, la transformation s'effectuait sur le marché et non dans les banques. Ces véhicules étaient contrôlés par leur créateur sans lui appartenir techniquement. Comme les autres véhicules de titrisation, ils étaient en principe hors bilan. Du coup, les règles communes du contrôle prudentiel bancaire ne leur sont pas appliquées »²⁹⁰.

²⁸⁸ ORDONNEAU Pascal, « Shadow banking », article publié le 18/03/2011 sur le Cercle les Echos. Lien web : www.lecercle.lesechos.fr.

²⁸⁹ Ibid.

²⁹⁰ « La crise financière : comment s'est-elle disséminée ? », article publié le 06.03.2008 dans le site web lafinancepourtous.com, rubrique décryptages.

De la même façon que « les Hedge funds qui ne sont pas des banques et ne reçoivent pas de dépôts du public, et sont considérés comme des acteurs « shadow banking », parce qu'ils ne sont pas régulés car n'étant pas des banques. Or ces Hedge funds n'agissaient pas autrement que les Banques d'investissements. Ils recevaient des refinancements de la part des banques de dépôts sous la forme de prêts, aussi bien dans leurs opérations de marchés que sur les opérations d'investissements qu'ils menaient sous forme de LBO par exemple, la nature d'un Hedge fund étant de jouer sur les effets de levier »²⁹¹. Sans oublier les caisses de retraites, les OPCVM monétaires et les assureurs qui jouent tous le rôle de fournisseurs de liquidités sans être impliqués dans la réglementation bancaire car ils ne sont pas à proprement dire des banques de « dépôt ». Certaines grandes compagnies d'assurance en élaborant des SPV (Special vehicle Purpose) bien dissimulés en hors bilan, ont facilement pu échapper à toute régulation du marché bancaire. Nous pensons au cas de AIG.

Or toutes ces institutions ont activement participé aux activités du shadow banking en achetant des produits financiers structurés par des banques d'affaires et ce à partir des leurs propres activités. C'est ainsi qu'« on les a parfois qualifiées d'opérations tripartites, assemblant la banque d'affaires, le fournisseur de liquidité et le bénéficiaire des prêts ou portages de la banque d'affaires »²⁹².

« Entre 2000 et 2007, porté par une hausse continue des prix de l'immobilier et un laxisme grandissant dans les conditions d'octroi des prêts, le marché des RMBS a connu un développement spectaculaire, passant de 640 à plus de 2 000 milliards de dollars. Sur ce total, la part des crédits *subprimes* est elle-même passée durant la même période de 8% à plus de 20% »²⁹³. Dans ces circonstances, la plupart des banques et institutions financières se sont ainsi « délibérément engagées dans un exercice de pur arbitrage des règles prudentielles (par anticipation de Bâle II) et des normes comptables pour déconsolider massivement des actifs dont elles portaient les risques et économiser ainsi des fonds propres. C'est la raison pour laquelle les SIV et les

²⁹¹ ORDONNEAU Pascal, « Shadow banking », Op.cit.

²⁹² Ibid.

²⁹³ RICOL René, Op.cit., p. 26.

conduits de titrisation ont été créés en tant que « véhicules hors bilan », dont les actifs n'étaient pas soumis aux règles prudentielles : ils pouvaient ainsi minimiser le niveau de fonds propres réglementaire requis. C'est également la raison pour laquelle le processus pouvait se répéter avec la création de *Collateralised Debt Obligations* (CDO) qui assemblaient à nouveau les RMBS »²⁹⁴, faisant que le risque véhiculé par les créances les plus toxiques (les *subprimes*) était associé à la plupart des véhicules circulant sur les marchés. Le résultat en était que professionnels aussi bien que particuliers détenaient parfois sans le savoir des *subprimes*.

Ce système de l'ombre, prenant une ampleur de plus en plus considérable, a sensiblement augmenté les risques de crise systémique. Pascal Ordonneau, l'ancien PDG de HSBC Invoice Finance a déclaré à ce sujet qu' « aux Etats-Unis, les chiffres, par nature supposés et hypothétiques, du Shadow banking étaient presque équivalents à ceux de l'activité bancaire à la veille de la crise financière de 2008 plus de 10 trillions de dollars (10 000 milliards de dollars) »²⁹⁵.

Hyman Minsky a déclaré il y a déjà une trentaine d'années que « les crises financières se produisent puisque les agents économiques demandent plus de liquidité que ce qui est disponible par les canaux traditionnels, et cherchent donc de nouvelles façons de lever le cash »²⁹⁶. C'est en ce sens que nous tenons à mettre en avant que, par ce manque de vigilance et d'anticipation aux évolutions et à la dynamique des marchés, « les politiques publiques et les réglementations auront toujours tendance à éviter la reproduction des crises passées mais pas de la suivante »²⁹⁷.

²⁹⁴ RICOL René, Op.cit., p. 26.

²⁹⁵ ORDONNEAU Pascal, « Shadow banking », Op.cit.

²⁹⁶ Repris par KALINOWSKI Wojtek, « Réguler le "Shadow Banking" », article publié le 03.10.2012 sur le site web : www.veblen-institute.org.

²⁹⁷ « Les cycles financiers », article publié le 22.10.2008 sur le site : www.lafinancepourtous.com, rubrique décryptages.

3.2.2. Capitalisme de connivence ou « *Crony capitalism* »

Le *Crony Capitalism* dévoile un aspect particulier et souvent peu abordé dans les analyses et recherches d'explication à certaines failles du système financier. En fait celui-ci, s'attèle à mettre en avant l'emprise de la classe financière sur la classe politique américaine. Une classe financière puissante s'étant farouchement opposée à toute investigation de la part des autorités de régulation.

En effet, les marchés financiers sont régulés et contrôlés par des organismes de surveillance. Pour les Etats-Unis c'est la SEC qui se charge de cette mission, l'AMF pour la France et la FSA pour la Grande-Bretagne. Cela dit, le contrôle exercé par ces autorités de régulation n'est plus aussi vigoureux qu'il ne le devrait. En fait, depuis les années quatre-vingt, à mesure que les libéraux faisaient promouvoir leur croyance sur les vertus autorégulatrices des marchés, les mesures de démantèlement des réglementations n'ont cessé de se multiplier sous la pression des Lobbyistes de la finance.

C'est pour cela que nous pensons qu'afin de comprendre plus profondément cette crise, il est crucial de remonter aux années d'où elle tire ses plus originelles racines politiques. En effet, à partir des années soixante-dix, "l'argent" a commencé à se faire une place de plus en plus influente dans les milieux politiques. Le lien vient des moyens de financement des élections gouvernementales et ce à tous les niveaux (local ou national). En ce sens, pour mener une campagne, les politiciens avaient besoin de financements massifs pour mener une campagne ayant accès aux grands médias. C'est à partir de ce moment que le système politique américain bascule et ce phénomène s'est récemment accentué à partir de la décision de la cours suprême américaine voté en janvier 2010 nommée « United Citizen ».

Cette loi autorise les entreprises, les syndicats ainsi que les particuliers à financer sans aucune limite ni contrainte n'importe quel parti politique. De la nait un système dans lequel un avantage déterminant est accordé à ceux qui disposent de plus de financement et donc à ceux qui se lient à des entités hors

gouvernementales très riches et donc très influentes sur le mandat des élus. Nous pensons plus particulièrement aux banques.

En effet, les plus grandes banques mondiales se sont constituées un réseau pour s'opposer à toute forme d'initiative de régulation et de nouvelles restrictions sur le fonctionnement du marché. Plus encore, les banquiers américains ont créé une association appelée la MBA ou « Mortgage Bankers Association ». Cette dernière a, entre 2000 et 2006, dépensé près de 500 millions de dollars pour œuvrer à restreindre toute action de réglementation de leur secteur. Plus encore, celle-ci a participé au financement d'un certain nombre d'études faites par des cabinets de consulting entre autres. Celle qui a été la plus remarquée est une étude tendant à démontrer qu'une réglementation supplémentaire sur le marché hypothécaire américain pourrait être assimilée devant la cour américaine à de la discrimination raciale.

Le gouvernement américain sera progressivement dominé par des élus fermement opposés à toute régulation du système. Cela supprime toute frontière entre responsabilités publiques et intérêts privés et crée une porosité entre le monde public et le monde des affaires.

De nombreux analystes vont qualifier cette situation d'oligarchie voire pire, de ploutocratie. Henry Paulson, nommé secrétaire du trésor américain entre 2006 et 2009, annonce dès son arrivée sa ferme opposition à toute forme de régulation du marché financier. Il était le président de la banque d'affaire Goldman Sachs.

Cette dernière est la banque d'affaire qui détient le plus grand nombre d'anciens hauts cadres occupant désormais des postes gouvernementaux. L'opinion publique va même jusqu'à utiliser l'expression populaire de « Government Sachs ». Nous pouvons à titre d'exemple citer : Robert Rubin, Mark Patterson, Joshua Bolten... et bien d'autres. Ce phénomène lève toute césure entre régulateur et régulé ce qui crée une communauté d'intérêt menant parfois à de dangereux conflits d'intérêts.

Section 2 : Sentiments dominant le marché avant et durant la crise

Nous allons revenir sur certaines étapes clés de l'emballement du marché et au-delà des biais psychologiques ayant été révélés à ce jour, tenter de décrypter dans cette crise financière les processus psychologiques ayant conduit à ce "désastre" ainsi que ceux ayant contribué à l'accentuer de manière radicale.

1. Optimisme, euphorie et prises de risques excessives

Des observations des réalités quotidiennes des marchés, Jean-Paul Pollion déclare 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 »²⁹⁸. C'est ce que nous allons confirmer en faisant un retour sur les événements ayant mené à ce véritable krach financier.

1.1. Biais psychologique d'« *Overconfidence* », et apparition d'un syndrome de « mémoire courte » face à l'emballement général

Depuis des siècles, une certaine catégorie d'investisseurs a toujours été en quête de tout mécanisme ou formule d'enrichissement rapide et facile. Cela a déjà été le cas lors de la crise de la Tulipe au XVII^e siècle ou la faillite du système de Law au XVIII^e siècle. Lorsque la croyance générale en la découverte de "La poule aux œuf d'or" se déclenche, un processus pervers de déconnexion de la réalité s'en suit. Son ampleur ne faisant que grandir, l'ascension se termine par l'éclatement brusque de la bulle spéculative et un retour brutal à la réalité.

²⁹⁸ DE BROUWER Philippe, Op.cit., p.10.

En effet, de nombreux exemples récents confirment cela : « En 1997, on assiste à la fin de l'engouement pour une région du monde, l'Asie du Sud-Est, qu'ont avait cru être un nouvel eldorado. En 1998, les bons du Trésor russe (GKO) font l'objet d'une brutale défiance après qu'ils ont été très recherchés pour leurs taux d'intérêts extrêmement élevés. En 2000, les opérateurs de marché se détournent massivement des valeurs Internet qui peu de temps auparavant leur paraissaient si prometteuses. En 2007, ils prennent brusquement conscience de l'opacité des produits titrisés et structurés juste après en avoir attendu des miracles »²⁹⁹.

En fait, les différents opérateurs ont négligé la « nécessité de se rappeler que les crises se mettent en place dans les périodes favorables, lorsque la croissance est rapide. Une abondance de liquidité, des taux d'intérêt bas et des profits financiers élevés sont souvent les meilleurs signaux annonciateurs d'une crise »³⁰⁰.

Face à cela, l'euphorie générale du marché fait augmenter la valeur des actifs de manière totalement artificielle. Une sorte de convention de marché dont la croyance que les prix vont augmenter est unanimement partagée. Cela se traduit par le fait que les investisseurs vont se ruer à l'achat de ces actions, nourrir cette euphorie générale et grossir la bulle spéculative.

Tout à l'inverse, et aujourd'hui encore, « la hausse des marchés des actions au cours de l'année 2009 a repoussé au second plan ces remises en cause qui semblaient alors si urgentes. Très vite, le retour à la normale s'est imposé, les recettes d'avant-crise ont refait surface et la mémoire s'est effacée... Pourtant la crise actuelle oblige à interroger la théorie financière elle-même. Les crises précédentes (crise asiatique, bulle internet, etc.), pouvaient être mises sur le compte d'accidents économiques, tandis que celle-ci implique la finance elle-même, sa capacité à concevoir des produits (*subprimes*), à gérer le risque, à résister aux chocs, etc. »³⁰¹.

²⁹⁹ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 157.

³⁰⁰ RICOL René, Op.cit., p. 33.

³⁰¹ MAROIS Bernard, président du Club Finance HEC dans : HERLIN Philippe, Op.cit., p. 13.

1.2. « Bourse Casino » et course à la prise de risques

Avant l'éclatement de la crise, les marchés financiers - tant la spéculation³⁰² était excessive - pouvaient être apparentés à des sortes de " Bourses casino" ou tout le monde jouait au jeu du transfert du risque au prochain détenteur et ainsi de suite en faisant des gains de plus en plus importants en augmentant au fur et à mesure le prix des actifs échangés.

Les institutions bancaires européennes et asiatiques ont toutes participé massivement à l'achat et à la revente de ces produits titrisés croyant qu'ils étaient des opportunités de gain sur un marché florissant et prospère. Tout cela a créé une grande bulle spéculative qui allait un jour ou l'autre exploser et avoir de sérieuses conséquences sur toute la sphère financière.

1.2.1. Course à la distribution des prêts hypothécaires

Nous pouvons clairement discerner que tout au long des soixante-dix dernières années, le marché hypothécaire résidentiel s'est radicalement transformé. En effet, ce qui représentait au départ un marché sur lequel de simples établissements de dépôts locaux octroyaient des prêts locaux est devenu progressivement un marché conduit par les grandes sociétés de placement et les grandes banques de Wall Street. Ces dernières utilisant de plus en plus des techniques financières de pointe notamment pour titriser les crédits hypothécaires par le moyen de produits dérivés de crédit et d'obligations structurées adossées à des emprunts.

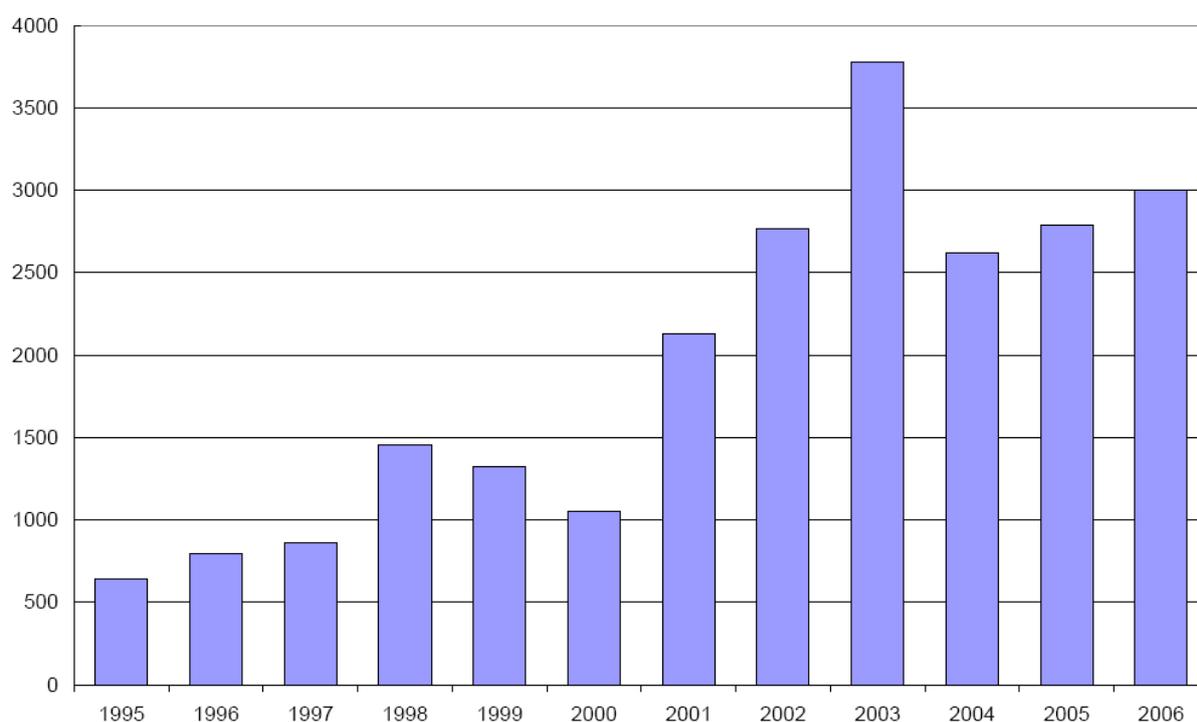
Rendant le marché hypothécaire d'aujourd'hui régi dans sa grande majorité par une logique extrêmement perverse. Celle de la possibilité de scinder la dette en plusieurs segments, à niveau de risque variable, à l'aide d'instruments financiers d'une grande complexité et par la suite de vendre ces segments séparément (c'est

³⁰² « La spéculation peut être définie comme une prise de risque délibérée. Elle consiste à anticiper un mouvement de prix et à le jouer. Il s'agit d'une opération purement financière et n'ayant aucune contrepartie physique contrairement aux opérations effectuées par les entreprises sur les marchés financiers ». Définition proposée par : KABBAJ Thami, Op.cit, p.17.

d'ailleurs des acteurs parfois excessivement endettés, mais avides de possibilités de gains élevés tels que les fonds spéculatifs qui se dirigent vers les segments les plus risqués).

Dans cette mouvance, les banques se sont lancées dans une concurrence féroce entre elles dans une politique conjointe d'une distribution massive de prêts hypothécaires à taux variables. Le graphique ci-dessous illustre les évolutions - non timides - des prêts émis annuellement avant la crise.

Graphique n° 14 : Emissions annuelles de prêts hypothécaires aux ménages américains en milliards de dollars



Source : Inside Mortgage Finance³⁰³

Faisant abstraction du niveau du revenus des ménages et donc de leur capacité de remboursement, les banques ne prenaient en ligne de compte que la valeur estimée du bien en ayant une confiance absolue en son potentiel de croissance futur. Ainsi, jusqu'en 2004, le système était considéré comme « viable »

³⁰³ Repris par RICOL René, Op.cit., p. 25.

par les intervenants car tous pensaient que les plus-values immobilières compenseraient non seulement les pertes engendrées par les défauts de paiement mais s'acquitterait aussi des lourdes charges sur-prime.

Les hedge funds s'en sont particulièrement donné à cœur joie. En effet, premiers clients de ces titres toxiques, ceux-ci ont emprunté massivement auprès des banques pour acheter encore plus de titres douteux, générer des gains rapides et profiter au maximum de l'effet de levier (emprunter plus pour gagner plus). Les banques aussi ont pris excessivement de risques en octroyant sans restriction à des ménages très peu solvables afin de générer toujours plus de titres.

En fait, le phénomène d'optimisme s'est installé sur l'ensemble du devenir du marché immobilier. Les banques et les institutions de crédit pensaient, de toute manière, être assurées de se couvrir en s'appuyant sur la simple hypothèse que « lorsqu'un client ne peut plus payer les intérêts de ses prêts, la banque vend sa maison en espérant que le prix de la vente couvrira ses frais. Encore faut-il que le marché de l'immobilier soit au beau fixe »³⁰⁴.

L'ensemble de ces éléments a construit une spirale d'optimisme à laquelle il était difficile de ne pas succomber. La théorie bancaire classique qui exigeait aux établissements bancaires une couverture intégrale de tous les crédits émis par des dépôts³⁰⁵ a progressivement été abandonnée.

De ce fait, les banques ont sciemment fait abstraction des risques suivants³⁰⁶ :

- Le risque de nombreux incidents de paiements de la part des emprunteurs ;
- Le risque de chute des prix de l'immobilier ;
- Les possibles défaillances des banques en cas d'impayés qui a pour origine la sous-capitalisation de celles-ci.

³⁰⁴ « Les véritables origines de la crise des subprimes : l'Etat et les banques US », article publié dans le 21.01.2009. Lien web : www.linformateur.over-blog.com.

³⁰⁵ Les dépôts à leur tour doivent être couverts par des encaisses en monnaie de base ou centrale.

³⁰⁶ « Les véritables origines de la crise des subprimes : l'Etat et les banques US », Op.cit.

Le niveau de prise de risque s'est donc sévèrement élevé avec l'accroissement des innovations et des techniques de gestion des risques. Et cela est d'autant plus grave dans une sphère où tout le système financier mondial est interconnecté.

1.2.2. Naissance d'un cercle vicieux

Comme explicité plus haut, et contrairement à d'autres pays comme la France, les modalités de garantie des prêts ne reposent pas sur les revenus passés et à venir de l'acquéreur du bien immobilier mais sur la valeur de celui-ci. En effet, le marché de l'immobilier américain étant très porteur, il est simple de récupérer la somme prêtée en procédant à l'expulsion des ménages ne payant pas leur mensualités afin de revendre le bien immobilier encore plus cher du fait que les prix continuent de progresser.

Et c'est justement là que se trouve le moteur de ce processus. En effet, tout ne continue de fonctionner que si les prix poursuivent toujours leur progression et c'est exactement ce qui s'est passé ; « jusqu'en 2006, la hausse des prix est continue sur le marché immobilier américain. Cela rend soutenable la distribution de toujours plus de crédits qui, à son tour, stimule la demande de logements et fait monter les prix selon un processus autoentretenu »³⁰⁷. Sauf que, fidèlement à ce que professe le vieil adage « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel », la hausse ne peut perdurer que si la demande continue de croître. Or, toute demande a ses limites.

Dans leur frénésie de continuelle recherche de nouveaux acquéreurs, les banques et d'autres organismes aussi qualifiés de « Mortgage lenders » ont fait appel à des courtiers en prêt hypothécaire « Mortgage Brokers »³⁰⁸ pour recruter toujours d'avantage d'emprunteurs. Très vite un système pervers va s'installer entre ces deux entités au sens où les *Mortgage Brokers* n'ont pas hésité à fournir des milliers de dossiers incomplets, falsifiés voire même frauduleux pour satisfaire leur appétit toujours plus grandissant.

³⁰⁷ ROBERT Pierre, Op.cit., p. 158.

³⁰⁸ Profession entièrement non régulée et ne nécessitant vis-à-vis de la loi aucun diplôme ni aucune qualification. A peu près n'importe qui pouvait exercer ce métier même en ayant un passé judiciaire.

Plus grave encore, ils en sont arrivés à prêter aux classes les plus défavorisées, c'est-à-dire aux quatre catégories particulièrement fragiles de la population américaine et qui ont été spécifiquement ciblées : les minorités ethniques (particulièrement les afro-américains et les hispaniques), les classes moyennes et pauvres, les personnes âgées et les handicapés. Après cela, difficile de trouver une masse de nouveaux demandeurs. Le marché est devenu saturé.

Le tableau ci-dessous illustre à quel point le processus d'octroi des crédits est allé en se dégradant.

Tableau n° 3 : Normes d'émission des crédits *subprime*.

	Documentation incomplète ou absente	Ratio service de la dette sur revenu
2001	28,5 %	39,7
2002	38,6 %	40,1
2003	42,8 %	40,5
2004	45,2 %	41,2
2005	50,7 %	41,8
2006	50,8 %	42,4

Source: Tableau reconstruit à partir des données de GORTON Gary, « The panic of 2007 », *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, Working Paper n° 14358, Septembre 2008, p. 73.

A la veille de la crise, plus de la moitié des prêts avaient été déclarés comme des « No doc Loans ». En fait la majorité des prêts étaient devenus des prêts fantômes aussi qualifié par le diminutif prêts « NINJA » ce qui fait référence à No Income, No Job or Asset. Ils ont été aussi surnommés dans le métier par des "prêts à neutron" en référence à l'arme à neutron qui détruit les personnes en laissant intacte les bâtiments car la non prise en considération de la capacité de remboursement de l'emprunteur était motivée par le fait que les prêteurs savaient que même en cas de non remboursement, ils pourraient reprendre les maisons, les revendre aux

enchères et récupérer leur investissement. Ce qui en apparence promet d'être une opération à chaque fois gagnante.

Un autre danger est venu du fait de « la possibilité de se refinancer en réempruntant auprès des banques à concurrence de la hausse de la valeur de marché de son bien. Ce dispositif très souple permet aux ménages d'accroître leur dette au fur et à mesure que la valeur de leur patrimoine immobilier augmente et les incite à adopter un comportement à risque. Au plan macroéconomique, cet effet d'extraction de richesse permet de solvabiliser la demande et donc de stimuler la consommation, alors que le pouvoir d'achat des salaires stagne »³⁰⁹.

2. Conflits d'intérêts, anti-sélection et aléa moral

Comme souligné plus haut, la fonction primordiale des marchés globalisés est la gestion des risques. Cette dernière « correspond à cette aptitude toujours plus étendue des marchés, à *transférer et à mutualiser* les risques. Les techniques ici mises en œuvre, depuis les *swaps* et les *options*, les *futures*, jusqu'aux *dérivés de crédit*, se perfectionnent sans cesse. Elles impressionnent par leur sophistication et leur potentiel de garantie. Cependant, en sens inverse, le traitement du risque qu'elles véhiculent peut faire problème du fait des asymétries d'information »³¹⁰.

2.1. Asymétrie d'information et opacité des marchés

La transparence parfaite de l'information « représente une situation où tous les intervenants disposent de la même information au même moment »³¹¹. La survenance non exceptionnelle des délits d'initiés (du moins ceux repérés par des autorités) de façon récurrente porte directement atteinte à l'existence réelle d'une transparence parfaite de toute l'information. Bien au contraire, aujourd'hui c'est l'asymétrie qui est le mot d'ordre dans la plupart des marchés.

³⁰⁹ ROBERT Pierre, Op.cit, p. 158.

³¹⁰ KABBAJ Thami, Op.cit. p. 52.

³¹¹ Ibid., p. 58.

Cette asymétrie a fait apparaître un phénomène d'anti-sélection et a par la suite causé un assèchement brutal du crédit international. Les prêteurs paniqués et aveuglés par l'ampleur de la catastrophe se sont mis à interrompre la quasi-totalité des financements y compris pour les contreparties fiables et en « bonne santé » financière. Il y a donc eu un manque flagrant de discernement entre bon et mauvais risque. Bourguinat déclare à ce sujet que pour les « marchés dans lesquels l'information est mal partagée, ces asymétries se manifesteront et biaiseront la fonction informationnelle de la finance, parfois de façon sensible »³¹².

L'asymétrie d'information représente également une importante brèche à l'« aléa moral » (*moral hazard*). Ce dernier « se définit comme la situation où le fait d'être garanti vis-à-vis d'un élément aléatoire négatif, conduit à accroître la prise de risque et, par là, à augmenter la probabilité de sa survenance »³¹³. De cette façon, les deux déviances psychologiques qui peuvent survenir (le manque d'incitation à prendre suffisamment de précautions ainsi que l'apparition de comportements cachés) peuvent mener à des prises de risques démesurées. Cela se rapporterait par exemple à un conducteur qui, du simple fait que son véhicule est équipé d'airbags, pense qu'il est libre de conduire plus dangereusement sans que sa vie soit en danger.

Cela dit, la thèse de l'asymétrie d'information n'est pas unanimement partagée par tous les observateurs. André Orléan étant l'un d'eux, ne croit pas à une situation dans laquelle certains auraient été au courant du risque de ces produits et d'autres pas, mais plutôt à une situation d'intérêts collectifs légitimés par diverses croyances relatives au fonctionnement des marchés³¹⁴. C'est pour cela que nous pensons qu'il est important de souligner « le rôle pervers de la concurrence financière, son incapacité à produire les contre-forces qui feraient en sorte que les déséquilibres soient combattus à temps »³¹⁵ ainsi que l'opacité des produits structurés.

Ce qui explique donc que l'ampleur de la crise pourrait être d'ordre structurel : le jeu de la concurrence et la force des croyances sur le marché sont à l'origine de l'aveuglement des investisseurs face à cette opacité ; la polarisation des acteurs vers la

³¹² KABBAJ Thami, Op.cit., p. 53.

³¹³ Ibid., p. 52.

³¹⁴ Ibid., p. 66.

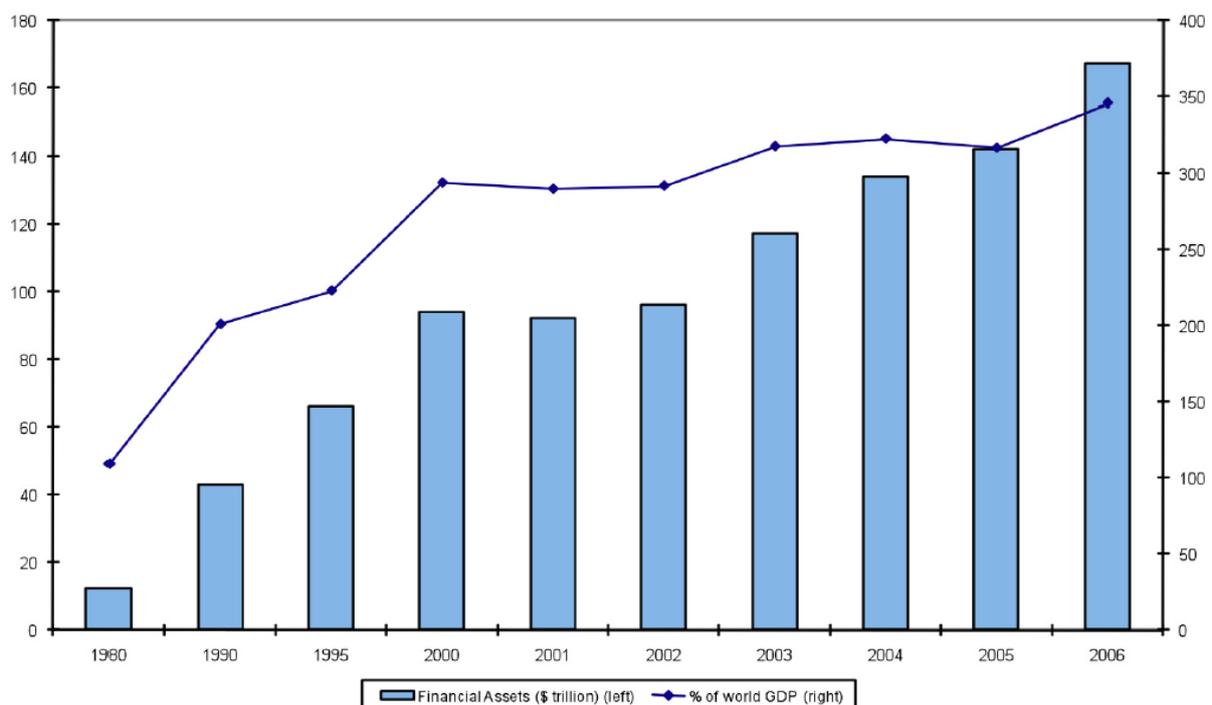
³¹⁵ ORLEAN André, Op.cit., p. 100.

liquidité et l'interconnexion des marchés ont favorisé les mécanismes de contagion et la diffusion planétaire de la crise.

2.2. Crise de confiance menant à la crise de fluidité

L'épargne surabondante provenant des pays en développement notamment les pays asiatiques et pays exportateurs de pétrole a été captée aux Etats-Unis grâce aux taux d'intérêts très bas et à une politique monétaire très accommodante. Ainsi, ce fut la ruée vers l'or à la recherche de placements à hauts profits et à des rendements toujours plus importants faisant que les liquidités en circulation n'ont jamais atteint de tels sommets. Plus encore, leur croissance en est même devenue plus importante que la croissance de l'économie réelle, tout comme en témoigne le graphique suivant :

Graphique n° 15 : Croissance des actifs financiers au niveau mondial



Source : Mac Kinsey Global Institute³¹⁶

³¹⁶ RICOL René, Op.cit., p. 32.

Ce graphique nous fait remarquer que « la crise actuelle met à jour le paradoxe dans lequel des niveaux de liquidités globalement très élevés contrastent avec des situations d'illiquidité sur certains marchés financiers »³¹⁷. La raison à cela est que la globalisation des marchés financiers a rendu ces derniers extrêmement sensibles à la « confiance ».

En fait, « la liquidité des marchés est le résultat endogène de la formation d'opinions collectives. Dans la phase de retournement du cycle financier, elle s'assèche dans les segments cruciaux des marchés lorsque le risque est brutalement réévalué »³¹⁸. Ainsi, lorsque la bulle explosa, les titres qui étaient supposés procurer des liquidités, sont devenus sans « valeur estimable ». Personne ne voulait plus les racheter des autres et c'est ainsi qu'une crise de confiance contamina l'ensemble des marchés. Entre banques, tout échange de liquidité est gelée et tout le système se trouve au bord de la dislocation.

Sous un effet domino, l'effondrement des valeurs boursières a entraîné un élan de retraits massifs des épargnants auprès de leurs banques en causant ainsi un brusque assèchement des liquidités bancaires. Les banques ont donc dû restreindre sévèrement leurs prêts afin de préserver le reste de ressources dont elles disposaient. Aucune banque ne voulait courir le risque de prêter à une autre et ce même à très court terme, car vu l'ampleur de la dégradation des actifs, personne ne savait qui était touché ni à quel degré par ces actifs toxiques. Un engrenage sans précédent s'est disséminé sur toute la sphère financière mondiale car tous ont participé à cette euphorie des marchés.

Banques, Hedge Funds et tout autre opérateur ayant cédé à la folie du gain rapide, en ayant recours à un effet de levier très important, ont - dans l'euphorie générale - entièrement fait abstraction du fait qu'en cas de retournement des marchés, elles seraient directement et de façon critique exposées à un grand risque de liquidité. Cela dit, il est important de signaler que ces institutions étaient très confiantes en leur investissement du fait que « les produits structurés complexes étaient très bien notés par les agences, favorisant leur essor. Mais la baisse du prix de l'immobilier aux Etats-Unis, entraînant de fait la hausse des taux de défaut sur les prêts *subprimes*, a conduit les agences depuis mi-2007 à dégrader, souvent de plusieurs crans, un très grand nombre

³¹⁷ RICOL René, Op.cit., p. 30.

³¹⁸ AGLIETTA Michel, Op.cit., p. 41.

de produits structurés (plus de 1150 dégradations annoncées entre le 10 et le 19 juillet 2007 par les trois principales agences). Devant la perte de confiance des investisseurs pour les notations, la crise s'est étendue à d'autres produits de bonne qualité et a contribué à l'assèchement du marché interbancaire »³¹⁹. C'est à partir de ce moment que « les incertitudes sur les engagements des établissements financiers en matière de crédit à risque ainsi que la crainte d'un ralentissement généralisé des activités bancaires ont entraîné une crise de confiance »³²⁰.

3. Incertitude croissante, perte de repères et panique des investisseurs

Nous avons assisté durant cette crise à un véritable « aveuglement au désastre »³²¹ ainsi qu'à une perception biaisée de la montée des risques ignorant toute possibilité de retournement du marché. Problème majeur provenant selon nous de la difficulté particulière et grandissante de l'évaluation financière du risque ainsi que d'une montée de l'incertitude aboutissant à une "irrationalité" des acteurs économiques.

3.1. La montée de l'incertitude

Le constat est clair, les « produits financiers structurés, leur complexité et leur développement dans l'ambiguïté juridique et parfois l'opacité de l'information financière, ont créé des incertitudes sur leur valorisation et ont rendu aléatoire la juste prise en compte des risques sous-jacents »³²². Aucune mesure de supervision prudentielle n'a permis d'anticiper cette crise tant l'opacité devenait omniprésente.

Face à cela, « les divergences existantes entre les normes internationales (IFRS) et américaines (US GAAP), en particulier sur la consolidation des véhicules hors bilan, où les normes américaines sont moins strictes, et sur les actifs faisant l'objet d'une évaluation à la « juste valeur », se sont révélées préjudiciables à l'information du marché

³¹⁹ RICOL René, Op.cit., p. 65.

³²⁰ « La crise des Subprimes », article publié dans le *Webzine de l'Histoire*, le 07.11.2008. Lien web : www.thucydide.over-blog.net.

³²¹ L'expression "l'aveuglement au désastre" est empruntée à H. Minsky.

³²² RICOL René, Op.cit., p. 33.

et à la comparabilité des états financiers. De même, les différences constatées dans la mise en œuvre des normes IFRS ont constitué une autre source d'insécurité »³²³.

De ce fait, ni la pertinence ni la transparence de l'information ne fut de mise sur les marchés. Bien à l'inverse, les données émises par les agences de notation aussi bien que par les différentes institutions financières, se sont révélées être inadaptées.

Or, un principe fondamental est à rappeler, « le degré d'efficience va principalement dépendre du degré de certitude quant aux flux futurs »³²⁴. La raison évoquée par Keynes réside dans son principe d'incertitude radicale³²⁵ c'est-à-dire dans le fait que le principe même de valeur fondamentale perd tout son sens dans le cas où il n'est pas possible de décrire les états futurs et a fortiori que ceux-ci ne soient plus en mesure d'être calculés et n'ont plus la qualité d'être soumis aux probabilités.

Dans ce contexte, ce sont les croyances et les choix du présent qui formeront le futur. Ce dernier devient donc ouvert et rend la décision ainsi que tout ancrage des anticipations impossible. Cette situation va donc amener les intervenants, pour se rassurer, à s'inventer leurs propres repères ou alors se rallier à des conventions partagées³²⁶ rendant la prise de décision possible. En ces sens, les travaux d'André Orléan³²⁷, ont clairement mis en avant le concept de « rationalité mimétique » sur les marchés car dans un contexte de forte incertitude quant aux anticipations des cours futurs, il paraît tout à fait raisonnable pour tout investisseur de suivre la position majoritaire.

³²³ RICOL René, Op.cit., p. 34.

³²⁴ SNOPEK Lukasz, Op.cit., p. 135.

³²⁵ Il existe deux types d'incertitude, l'incertitude attendue (l'agent se réfère aux modèles classiques pour l'évaluation des causes de tout écart pouvant intervenir entre sa projection et l'évolution des marchés) et l'incertitude inattendue ou radicale (surprise positive ou négative). Cette dernière intervient particulièrement en période de crise et fait que le cerveau ne réagit plus du tout de la même manière.

³²⁶ Le simple fait qu'une convention ou une croyance soit partagée par une majorité lui attribue un pouvoir prédictif. Ce principe est celui des prophéties auto-réalisatrices.

³²⁷ ORLEAN André, « Mimétisme et anticipations rationnelles : une perspective Keynésienne », *Recherches économiques de Louvain*, vol. 52, n° 1, 1986, pp. 45-66.

3.2. Confusion laissant place aux biais psychologiques : la peur, le stress et la panique

Face à cette perte de confiance en la fiabilité de l'information diffusée sur le marché, une vague de panique envahit les investisseurs qui se mettent à vendre en masse les titres qu'ils détiennent. La dépréciation des valeurs en ayant résulté a été d'une telle brutalité qu'elle s'est immédiatement propagée aux autres actifs vu que les banques n'avaient d'autre choix que de vendre la plupart des actifs détenus (*Deleveraging*)³²⁸ afin de faire face au manque de liquidité.

Lors de cette phase critique, les marchés étaient envahis par le phénomène de « sur-réaction » face aux annonces de la baisse des prix. En effet, l'étude publiée par De Bondt et Thaler³²⁹ montre clairement que sur le marché d'actions, les investisseurs font preuve de réactions excessives face à une nouvelle annonce. Excès d'optimisme suite à une bonne nouvelle et l'extrême opposé dans le cas contraire. Ce phénomène a été qualifié d'« Overreaction ».

C'est justement ce processus qui s'est déroulé lors de la crise de 2007, une opinion consensuelle d'avant crise avait attribué aux actifs titrisés une valeur bien au dessus de leur vraie valeur. Cette sorte d'« évaluation euphorique » avait mis en confiance l'ensemble des investisseurs même s'il n'avaient pas saisi la complexité ni l'origine de ces actifs. Ainsi, « dans la vision dominante, la hausse des prix était conforme aux fondamentaux et devait se poursuivre. Cette croyance était fondée sur des arguments théoriques (la théorie de l'efficience des marchés) et empiriques (les prix de l'immobilier n'avaient jamais baissé depuis les années 1930, une chute brutale des prix était inenvisageable), sur une forte confiance dans la titrisation et sa capacité à renforcer

³²⁸ Le deleveraging est un « Phénomène où les entreprises réduisent leurs dettes, et donc leur passif par rapport à leurs actifs. Mais en cas de crises financières, les actifs, financiers par exemple, peuvent voir leur valeur chuter plus rapidement que la possible baisse de la dette. Les entreprises sont alors dans l'obligation de réduire encore plus rapidement leurs dettes, et ainsi le recours au crédit global s'en retrouve aussi en forte chute. Une récession peut voir le jour avec le deleveraging car autant la hausse du crédit peut entraîner la croissance, autant sa contraction peut entraîner un ralentissement de l'économie ». Définition publiée le 31.05.2012 sur le site : www.edubourse.com.

³²⁹ DE BONDT W.F.M., THALER R.H., « Does the Stock Market Overreact ? », *Journal of Finance*, 1985, vol.40, n° 3, pp. 793-805.

la stabilité du système, et sur la convergence des intérêts permise par la tendance haussière (l'enrichissement des spéculateurs). Elle a été confortée par les analyses des grandes institutions financières et de leurs dirigeants (Alan Greenspan en particulier). L'aveuglement résulte donc d'une croyance collective dans la poursuite de la tendance haussière des prix de l'immobilier, puis d'une grande confiance dans la stabilité des prix de l'immobilier, partagée par tous les acteurs de la finance »³³⁰.

La crise de 2007 est donc un parfaite exemple de ces « situations économiques et financières, instables, dégradées, sans visibilité (qui) engendrent ce qu'on qualifie souvent la « nervosité des marchés ». Les agents économiques sur-interprétant les informations et les traduisant dans des décisions d'achat ou de ventes rapides, nerveuses, simultanées qui instantanément renverse le mouvement des cours »³³¹.

Le graphique ci-dessous témoigne de cette période critique des marchés en confrontant l'évolution de l'indice S&P 500 au sentiment de « peur » quant à l'évolution des cours.

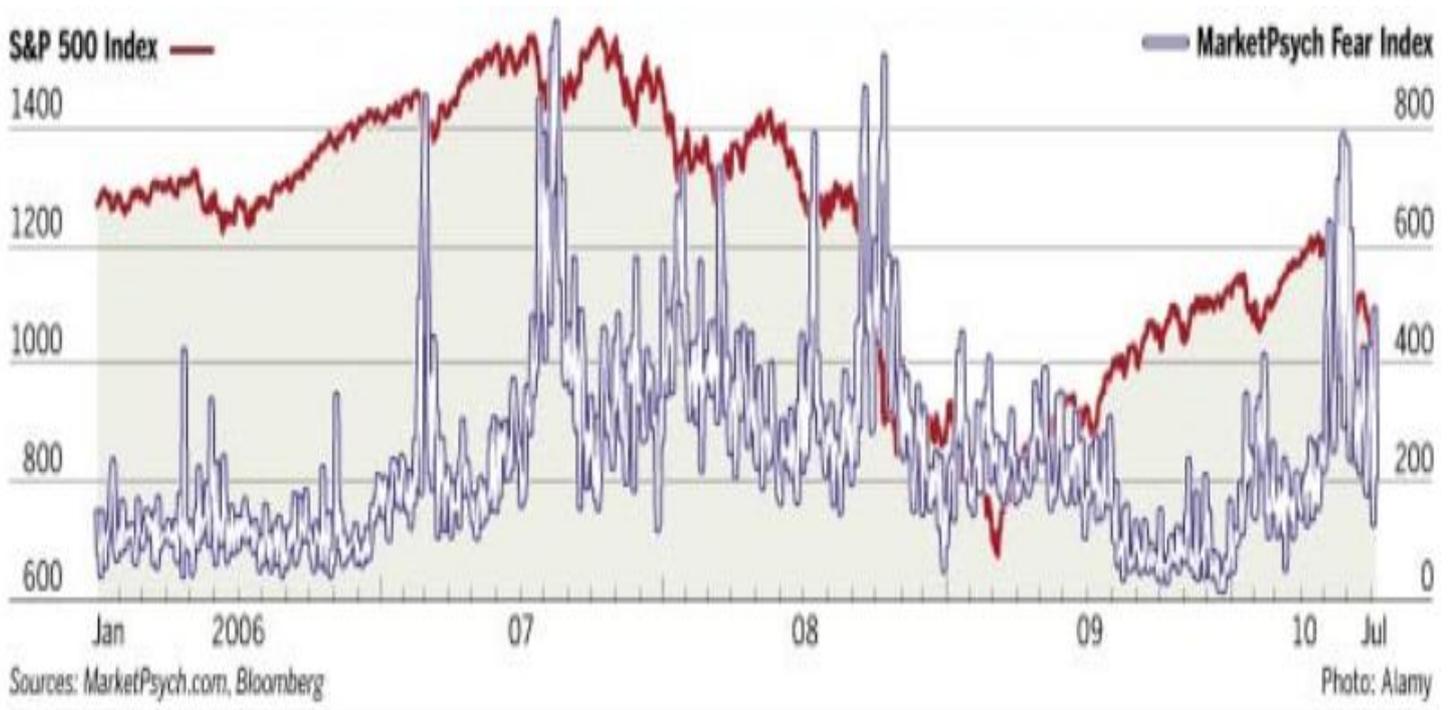
Cette peur s'est également traduite par des tensions persistantes sur le marché monétaire notamment le marché interbancaire. Ce dernier a enregistré un « *spread* entre le taux des prêts interbancaires à trois mois aux Etats-Unis et celui des *Treasury Bills*, qui était de l'ordre de 0,40% avant la crise, a atteint 2,25% en décembre 2007, et s'est presque constamment maintenu au dessus de 1% depuis »³³².

³³⁰ « De l'euphorie à la panique: penser la crise financière », présentation et critique faite par Anne Châteauneuf-Malclès et publiée le 07.07.2010 sur le site web : www.ses.ens-lyon.fr.

³³¹ ORDONNEAU Pascal, « Volatilité », article publié le 03.02.2011 sur le Cercle les Echos.fr.

³³² RICOL René, Op.cit., pp. 34 et 35.

Graphique n° 16 : Fear Index versus US Stock Market during the financial crisis

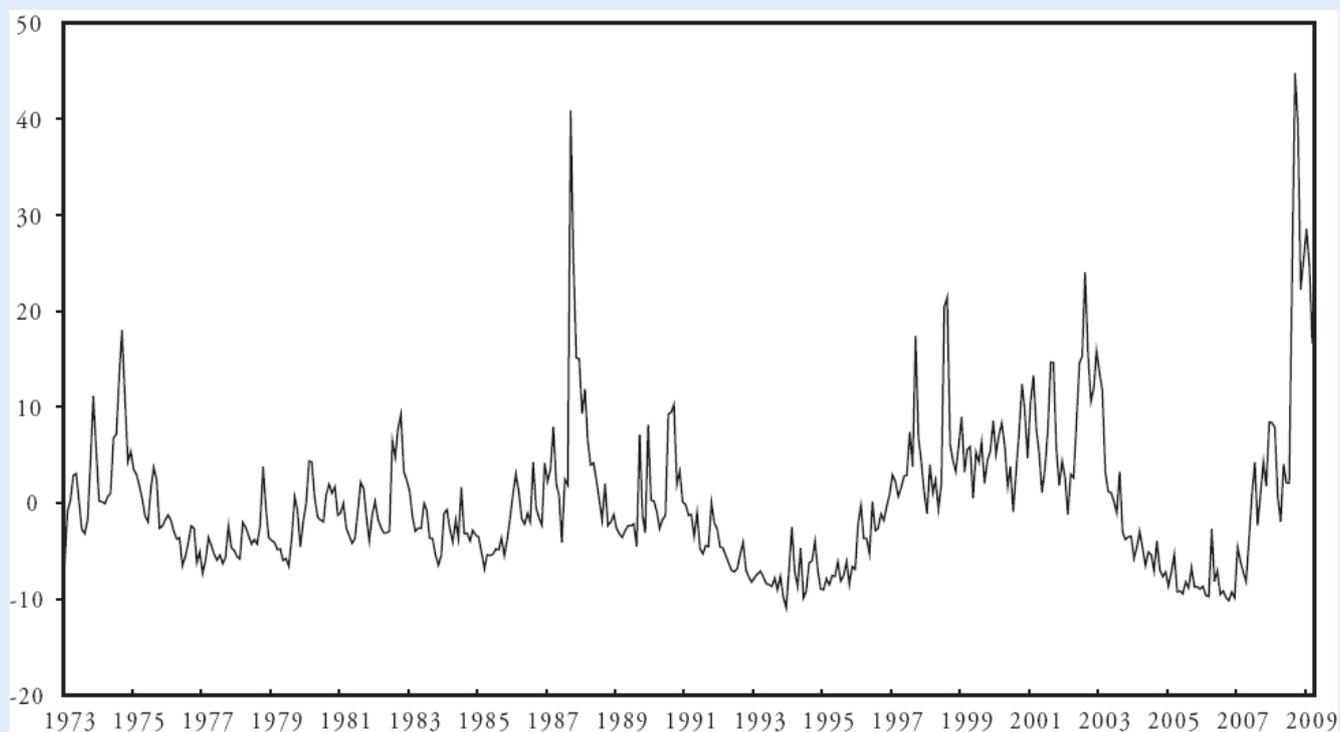


Source : MACKINTOSH James, « Decoding the psychology of trading », Financial Times, publié le 16.07.2010 sur le site officiel du journal : www.ft.com. *Date de consultation* : 10.09.2012.

En plus de cela, « la présence d'investisseurs financiers non spécialisés intervenant massivement ne peut qu'aggraver la situation en créant une volatilité excessive sur ces marchés »³³³. La panique généralisée régnant sur la Bourse s'est considérablement exacerbée, comme en témoigne le graphique ci-dessous dans un pic d'extrême volatilité en fin 2009:

³³³ RICOL René, Op.cit., p. 35.

Graphique n° 17 : Chronologie de la volatilité des cours boursiers aux Etats-Unis



Note : la volatilité est centrée.

Source : Datastream.

Source : BLOT Christophe *et al.*, « De la crise financière à la crise économique », *Revue de l'OFCE*, 2009/3, n° 110, p. 280.

Ce qui s'est déroulé durant cette crise illustre bien le fait que « l'opinion du marché fait la plus grande place à l'imitation. Dès lors, comme l'a montré le sociologue américain R.K. Merton, déjà en 1948, il n'est pas étonnant que des décisions, même si elles se fondent sur des croyances "erronées" bientôt deviennent "vraies" si elles sont reprises par le plus grand nombre. J.M. Keynes avait déjà observé dans sa *Théorie générale* que, souvent, sur les marchés financiers, chaque opérateur se détermine non sur la base de sa propre information mais sur la base de l'opinion qu'il prête aux autres acteurs... il peut aussi exister, fréquemment, un suivisme fondé sur les positions prises par quelques analystes ou investisseurs (de référence) »³³⁴.

³³⁴ BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, « Finance internationale », Editions Dalloz, Paris, 2007, p. 51.

Conclusion

La crise financière de 2007 a amené dans son sillage un blocage de visibilité. En ces contextes de grande incertitude, peuvent apparaître des « situations d'ambiguïté » caractérisés par un manque d'éléments permettant de prendre des décisions rationnelles, déduites de calculs précis (l'information étant opaque et les probabilités incomplètes). Dans la plupart des cas, les investisseurs disposent de probabilités subjectives et souvent contradictoires ne leur offrant pas le moyen de trancher et de faire arbitrage entre les avis divergents.

Du fait que l'individu manifeste une grande aversion à l'ambiguïté en raison de la gêne subie, cela va le pousser, pour sortir de cette situation, à être plus enclin aux biais comportementaux (tels que la décision de ne rien faire ou bien intuitivement opter aveuglement pour des actifs les plus vantés par les analystes et les agences de notation). A ce moment précis, tout phénomène qui guide les comportements se doit d'être étudié et analysé dans la mesure où celui-ci sera nécessaire à la prévision.

Nous pouvons donc affirmer que la finance comportementale contribue à dévoiler les comportements grégaires enfouis dans les instincts et les peurs les plus primaires de "l'homme" et apporte ainsi un nouvel éclairage sur ces nommés « dysfonctionnements » des marchés.

Conclusion à la partie 3

La nouvelle finance dérégulée voulue créative et dynamique a amené dans son sillage de grands dysfonctionnements non sans peine maîtrisables. Du à une démultiplication spéculative des actifs titrisés et leur maniement dans l'opacité, « l'information critique est le plus souvent inconnue ou inatteignable, comme lors de la secousse économique russe de 1998. Elle peut être cachée ou présentée de manière inexacte, comme lors de l'éclatement de la bulle internet ou des scandales des groupes Enron et Parmalat. Elle peut aussi être mal interprétée : le mécanisme précis du marché qui lie les nouvelles aux cours, la cause à effet, est mystérieux et apparemment incohérent »³³⁵.

La finance comportementale peut offrir une nouvelle interprétation des mouvements boursiers qui semblent parfois incompréhensibles en termes quantitatifs. Plus encore, elle pourrait ouvrir de nouvelles pistes à une régulation plus efficace des marchés à travers un meilleur décryptage des dérives potentielles de ceux-ci, à comprendre comment la psychologie peut affecter les décisions financières, protéger les consommateurs et épargnants par de nouvelles mesures réglementaires et à terme prévoir et éviter les crises systémiques.

Cependant, beaucoup de chemin reste à faire en la matière et comme le signale bien Michal Skorepa³³⁶, dans son livre « Decision Making: A Behavioral Economic Approach », pour apporter ses fruits, la discipline de la finance comportementale doit d'abord évoluer et les chercheurs doivent mettre en place des outils d'évaluation des décisions individuelles et collectives sous différentes situations aussi complexes qu'elles soient.

³³⁵ MANDELBROT Benoit, « Une approche fractale des marchés, risquer, perdre et gagner », Edition Odile Jacob, 2009, p. 27.

³³⁶ SKOREPA Michal, « Decision Making: A Behavioral Economic Approach », Palgrave Macmillan Editions, 2011, 368 pages.

Conclusion générale

Tout au long de ce travail de recherche, nous avons tenté d'analyser les fondements de la finance de marché et de mettre en évidence ses limites. Parmi ces fondements, la théorie de l'efficacité des marchés qui est au cœur même de toute la conception de la finance classique et qui revendique fermement qu'il est impossible de prévoir l'évolution des cours tout autant qu'il est impossible de battre le marché en s'appuyant sur les historiques des prix ou sur une information quelconque. Cette affirmation implique formellement que les fluctuations boursières ne peuvent se produire qu'en cas d'entrée d'une information imprévisible et sans régularité. Cela signifierait que tout investisseur n'a d'autres possibilités que de dupliquer simplement les performances de l'indice boursier. Cette conception postule donc que tout gestionnaire de fond n'aura pour principale mission que la composition d'un portefeuille d'actifs ayant une performance similaire à un indice boursier de référence.

Face à cela, la réalité est toute autre. Se restreindre à ne prendre en considération que des hypothèses extrêmement rigides et loin de correspondre à toute situation serait, selon nous, faire preuve d'imprudence. En ce sens, Warren Buffett aimait à dire en plaisantant qu'il subventionnerait volontiers des chaires universitaires sur l'hypothèse d'efficacité des marchés, afin que les professeurs forment toujours plus de financiers mal avisés qu'il pourrait ainsi dépouiller³³⁷.

L'efficacité des marchés financiers est presque devenue une chimère de nos jours. En fait, dû à l'existence de comportements de certains acteurs qualifiés de « bruiteurs » ou *noise trader*, des évaluations erronées peuvent se former et s'amplifier sur le court terme, tout particulièrement lorsque les décisions d'investissement sont prises par des gérants de portefeuilles avides de gain à court terme.

Dès lors, nous nous posons la question de savoir si tout l'édifice, composant l'efficacité des marchés, la rationalité des agents et la solidité de l'analyse fondamentale, bâtis par la théorie classique sont toujours valables dans le nouveau contexte de la globalisation des marchés, avec son environnement hyper-changeant, instable, volatile,

³³⁷ MANDELBROT Benoît, Op.cit., p.33.

risqué et tout particulièrement en présence d'investisseurs agissant de manière irrationnelle face à la situation. Aussi, la crise de 2007 dont les conséquences se font encore ressentir aujourd'hui doit être l'occasion de remettre en doute notre perception de la finance, ses piliers ainsi que son fonctionnement.

Notre analyse sur l'introduction en bourse de Facebook a fait ressortir une preuve de plus sur l'importance de la psychologie du marché. En fait, la finance comportementale vient combler ce que nous voulons qualifier de « vide » entre la théorie des marchés financiers et leur confiance en l'efficience et le comportement effectif et réel des marchés. En ce sens, la finance comportementale vient postuler avec conviction que les prix qui se forment sur les marchés ne concordent que très rarement aux prédictions des modèles standards et il n'est pas exceptionnel d'assister à l'effondrement de plusieurs grandes institutions financières à la réputation irréprochable³³⁸, ou encore une banque réputée faire banqueroute à cause de décisions totalement insensées d'un seul de ses agents³³⁹.

Une analyse comportementale du marché pourrait représenter un réel atout dans la compréhension, voire même, l'anticipation de l'évolution des marchés. C'est en ce sens que nous pouvons affirmer que la finance comportementale apporte indéniablement une connaissance supplémentaire sur ce point précis. Cela dit, le modèle comportementaliste est loin d'être complet et de nombreuses zones grises subsistent toujours.

Sans compter que l'analyse fondamentale ne doit pas être écartée de toute analyse mais plutôt être considéré comme un élément de décision parmi tant d'autres. En cause, l'analyse fondamentale reste d'une grande utilité économique aussi bien que sociale. Celle-ci véhicule des principes d'optimisation des allocations de ressources et ses avantages sont légion. Plus encore, sa grande popularité est toujours au goût du jour du simple fait qu'elle reste systématiquement enseignée dans les universités et les grandes écoles du monde entier qui continuent encore aujourd'hui à former des gérants de portefeuilles et des analystes qui sont convaincus de l'exactitude de ses principes.

³³⁸ L'exemple frappant est celui de la faillite du fonds LTCM en 1998 qui se révèle être géré par deux prodigieux Prix Nobel.

³³⁹ Nous avons en tête la faillite de la Barings Bank en 1995, causée par les agissements de Nick Leeson.

Cela dit, avec un intérêt clairement porté sur l'investissement à long terme, elle s'avère impuissante dans l'explication des grandes amplitudes boursières de moyen et de court terme. Quant aux transactions à très court terme, ces dernières semblent d'avantage guidées par les phénomènes de mode et tiennent du ressort de la psychologie de foule. L'analyse fondamentaliste parvient difficilement à expliquer ces périodes d'exubérance des marchés (extrême euphorie ou tout à l'inverse pessimisme des marchés).

C'est pour cela qu'à notre problématique posée qui est « ***Dans quelle mesure la finance comportementale peut-elle représenter un apport au décryptage et à la compréhension des dysfonctionnements des marchés financiers globalisés ?*** », nous estimons qu'à ce stade d'évolution de la recherche à ce sujet, il est tout à fait correct de ne répondre par l'affirmatif qu'à la troisième hypothèse conciliatrice des deux visions (classique et comportementaliste) et qui postule que « La finance comportementale peut être une avancée dans le domaine et, face à l'environnement actuel, apporter des réponses non négligeables pouvant être tout_à_fait complémentaires à la finance classique et apporter des éclairages là où cette dernière en est incapable ».

Cela dit, nous tenons à signaler que cette branche de la finance n'en est pas à ses débuts mais peine à se faire une place dans la scène financière internationale. Trop souvent délaissée voire même reniée par certains, il est important de porter plus d'intérêt à cette discipline. Cette dernière représente une avancée en matière d'analyse des comportements boursiers qui permet, pour la première fois, de s'affranchir de toute modélisation non fidèle à la réalité. Aussi, de nombreuses recherches impliquant une collaboration entre économistes, psychologues, et spécialistes en sciences cognitives et neurosciences est à préconiser dans le but d'améliorer sa mise en application.

Une avancée décisive serait également son insertion dans les cursus académiques afin de faire progresser cette réflexion et populariser sa mise en application. C'est ainsi que nous tenons par ce travail à ouvrir le champ sur de plus amples recherches notamment sur le nouveau concept d'intelligence émotionnelle et l'étude des bienfaits que pourrait avoir une exploitation avantageuse de nos émotions dans notre processus de prise de décision. Cette étude permettrait de savoir s'il est possible qu'une meilleure maîtrise des émotions permettrait de contrôler voire même réduire significativement les biais décisionnels.

Références Bibliographiques

Ouvrages

- 1- AMBLARD Marc, « La rationalité : Mythes et réalités », Editions L'Harmattan, Paris, 2010, 322 pages.
- 2- BAZERMAN M.H., « Judgment in managerial decision making », Editions Hoboken, NJ : John Wiley, 2006, 256 pages.
- 3- BOURGUINAT Henri, TEILETCHE Jérôme, DUPUY Michel, « Finance internationale », Editions Dalloz, Paris, 2007, 496 pages.
- 4- BOURGUINAT Henri, « Finance Internationale », Editions PUF, Paris, 1992, 468 pages.
- 5- Collectif sous la direction de WALTER Christian et BRIAN Eric, « Critique de la Valeur Fondamentale », Editions SPRINGER, Paris, 2008, 204 pages.
- 6- DAMASIO Antonio-R., « Descartes' error: Emotion, reason and the human brain », Editions Putnam, 1994. Traduction française «L'erreur de Descartes: La raison des émotions», Editions Odile Jacob, 2008, 368 pages.
- 7- DEMSETZ Harold, « The economics of the business firms: Seven critical commentaries », Editions Cambridge University Press, Cambridge, 1995, 191 pages.
- 8- FESTINGER Leon, « A theory of cognitive dissonance », Stanford University Press, 1957, 291 pages.
- 9- FRIEDMAN Milton, SCHWARTZ Anna Jacobson, « Amonetary history of the United States, 1857-1960 », Edition Princeton University Press, Michigan, 1963, 860 pages.
- 10- GRAHAM Benjamin, « L'investisseur intelligent », Editions Valor, Paris, 2008, 352 pages.

- 11-GRANDIN Pascal, HÜBNER Georges, LAMBERT Marie, « Performance de portefeuille », Editions Pearson Education, Paris, 2006, 262 pages.
- 12-HERLIN Philippe, « Finance : Le nouveau paradigme », Editions d'Organisation, Paris, 2010, 207 pages.
- 13-HICKS John, « Valeur et capital », Editions Dunod, Paris, 1962, 320 pages.
- 14-JAWADI Fredj, « Inefficiency et dynamique des marchés financiers », Editions L'Harmattan, Paris, 2009, 218 pages.
- 15-KABBAJ Thami, « L'art du trading », Editions d'Organisation, 2ème Ed., Paris, 2010, 576 pages.
- 16-KAHNEMAN Daniel, SLOVIC Paul, TVERSKY Amos, « Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases », Editions Cambridge University Press, 1982, United Kingdom, 544 pages.
- 17-KINDLEBERGER Charles P., « Manias, Panics and Crashes, A history of financial crisis », John Wiley & Sons Editions, New York, 1996, 263 pages.
- 18-MacCRIMMON K., LARSSON S., « Utility Theory : Axioms versus paradoxes in expected utility hypotheses and the Allais paradox », Editions M. ALLAIS et O. Hagen, Reidel, Holland, 1979.
- 19-MANDELBROT Benoît, « Une approche fractale des marchés », Editions Odile Jacob, Paris, 2005, 361 pages.
- 20-MARCH James Gardner, SIMON Herbert Alexander, « Organizations », Editions Wiley-Blackwell, New York, 1958, 262 pages. Traduction française: « Les organizations », Editions Dunod, Paris, 1960.
- 21-MAS-COLELL Andrew, WINSTON Michael, GREEN Jerry, « Microeconomic theory », Oxford University Press, New York, 1995, 1008 pages.
- 22-MISHKIN Frédéric, BORDES Christian, HAUTCOEUR Pierre-Cyrille, LACQUE-LABARTHE Dominique, RAGOT Xavier, « Monnaie, banque et marchés financiers », Editions Pearson Education 9^{éd.}, Paris, 2010, 960 pages.
- 23-NOVELLO Pierre, « Guide de l'investisseur », Editions Pierre Novello, Paris, 2000, 141 pages.

- 24-ORLEAN André, « De l'Euphorie à la Panique : penser la crise financière », Editions Rue D'ULM, Paris, 2009, 112 pages.
- 25- PARDOE James, « BUFFET Warren, 24 Leçons pour gagner en bourse », Editions Maxima, Paris, 2007, 199 pages.
- 26- PARROCHIA Daniel « La forme des crises : Logique et épistémologie », Editions Champ Vallon, Paris, 2008, 344 pages.
- 27-PIAGET May, « Demain j'arrête d'être salarié », Editions Georg, Genève, 159 pages.
- 28-PORTER Michael, « L'avantage concurrentiel », Editions Dunod, Paris, 2003, 647 pages.
- 29-PORTRAIT Roland, PONCET Patrice, « Finance de marché : Instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques », Editions Dalloz-Sirey, Paris, 2008, 1088 pages.
- 30-QUIRY Pascal, LE FUR Yann, « Pierre VERNIMMEN, Finance d'entreprise 2009 », Editions DALLOZ, Paris, 2008, 1184 pages.
- 31-REINHART Carmen M., ROGOFF Kenneth S., « Cette fois, c'est Différent : Huit siècles de folie financière », Editions Pearson Education, Paris, 2010, 469 pages.
- 32-ROBERT Pierre, « Croissance et crises : Analyse économique et historique », Editions Pearson Education, Paris, 2010, 193 pages.
- 33-ROSS Stephen, « Neoclassical finance », Princeton University Press, Princeton New Jersey, 2004, 120 pages.
- 34-ROUACH Michel, NAULLEAU Gérard, « Le contrôle de gestion bancaire et financière », Editions Revue Banque, Paris, 1998, 435 pages.
- 35-SHEFRIN Hersh, « Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing », Editions Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts, 2000, 384 pages.

- 36-SIMON Herbert Alexander, « From substantive to procedural rationality », Editions Latsis S.J., *Methods and appraisal in economics*, Cambridge Mass, MIT Press, 1976, 230 pages.
- 37-SKOREPA Michal, « Decision Making: A Behavioral Economic Approach », Palgrave Macmillan Editions, 2011, 368 pages.
- 38-SNOPEK Lukasz, « Guide complet de construction et de gestion de portefeuille », Editions Maxima, Paris, 2010, 422 pages.
- 39-STRONGMAN Kenneth T., « The psychology of emotion: Theories of emotion in perspective », John Wiley & sons Editions, Chichester, 1996, 266 pages.
- 40-SUSSKIND Amos, « La finance comportementale », Editions Larcier, Paris, 2005, 126 pages.
- 41-TALEB Nassim, « Le hasard sauvage », Editions Belles Lettres, Paris, 2009, 384 pages.
- 42-VON NEUMANN John, « The computer and the brain », Editions Yale University Press, 1958. Traduction française: « L'ordinateur et le cerveau », Editions La Découverte, Paris, 1992, 130 pages.
- 43-VON NEUMANN John, MORGENSTERN Oskar, « Theory of games and economic behavior », Editions Princeton University Press, Princeton New Jersey, 1944, 625 pages.

Articles

- 1- AGLIETTA Michel, « Les crises financières : Plus ça change, plus c'est la même chose », *Revue d'Economie Financière*, Hors-série 2008, p. 39-45.
- 2- AKTAS Nihat, « La "finance comportementale" : un état des lieux », *Reflets et Perspectives*, XLIII, 2004/2, pp.19-33.
- 3- ALBOUY Michel et CHARREAUX Gérard, « La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ? », *Revue Française de Gestion*, 2005/4, n° 157, pp. 139- 143.

- 4- ALBOUY Michel, « Les histoires racontées aux actionnaires », *Revue française de gestion*, 2005/6, n° 159, pp. 213-231.
- 5- ALBOUY Michel, « Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ? », *Revue Française de Gestion*, 2005/4, n° 157, pp. 169-188.
- 6- ALLAIS M., « Le comportement de l'homme rationnel devant le risque, critiques des postulats et axiomes de l'école américaine », *Econometrica*, n° 21, 1953, pp. 503-546.
- 7- BACHELIER Louis, « Théorie de la spéculation », *Annales Scientifiques de l'É. N. S.*, 3^e série, tome 17 (1900), pp. 21-86.
- 8- BANZE R.W., « The Relationship Between Return and market Value of Common Stocks », *Journal of Financial Economics*, vol. 9, 1981, pp. 3-18.
- 9- BARBERIS Nicholas, THALER Richard, « A survey of behavioural finance », National Bureau of Economic Research, *Working Paper Series*, September 2002, 76 pages.
- 10-BERNASCONI M., LOOMES G., « Failures of the reduction principle in a Ellsberg-type problem », *Theory and decision*, n°32, 1992, pp. 77-100.
- 11-BLOT Christophe *et al.*, « De la crise financière à la crise économique », *Revue de l'OFCE*, 2009/3, n° 110, pp. 255-281.
- 12-BROIHANNE Marie-Hélène, MERLI Maxime, ROGER Patrick, « Le comportement des investisseurs individuels », *Revue Française de Gestion*, n°157, Juillet-Août 2005, pp. 145- 168.
- 13-CAMERER C., LOVALLO D.A.N., « Overconfidence and excess entry: An experimental approach », *American Economic Review*, 1999, 89 (1), pp. 306-318.
- 14-CHARREAUX Gérard, « Pour une gouvernance d'entreprise "comportementale" : une réflexion exploratoire... », *Revue Française de Gestion*, N° 157, Juillet-Aout 2005, pp. 215-238.
- 15-CHOPRA Suraj P., FLEISCHER David N. and *al.*, « Enron Corp: Still the best of the best », Goldman Sachs report, 24th October 2001.

- 16-CURLEY S.P., Yates J.F., « An empirical evaluation of descriptive models of ambiguity reactions in choice decisions», *Journal of Mathematical Psychology*, n°33, 1988, pp. 97-108.
- 17-DE BONDT W.F.M., THALER R.H., « Does the Stock Market Overreact ? », *Journal of Finance*, 1985, vol.40, n° 3, pp. 793-805.
- 18-DE BROUWER Philippe, « La Finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur », *Finances Vecteur*, n° 9, Septembre 2001, pp. 14-16.
- 19-De LONG J. Bradford, SHLEIFER Andrei, SUMMERS Lawrence H., WALDMANN Robert J., « Noise Trader Risk in Financial Markets », *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4, 1990, pp. 703-738.
- 20-De LONG J.B., SCHLEIFER A., SUMMERS L.H., WALDMAN R.J., « Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation », *Journal of Finance*, 1990, n°45, pp. 379-395.
- 21-DODD Randall, « Subprime : Topographie d'une crise », *Finances et Développement*, Décembre 2007, pp. 15-19.
- 22-FAMA Eugene, « Random walk in stock market prices », *Financial Analysts Journal*, 1965, Vol. 21, N° 5, pp. 55-59.
- 23-FAMA Eugène, « The behaviour of stock market prices », *Journal of Business*, 1965, Vol. 38, pp.31-105.
- 24-FRENCH K. R., « Stock Return and Week-end Effects», *Journal of Financial Economics*, Mars 1980, pp. 55-69.
- 25-FRIEDRICH J., «Primary detection and minimization (pedmin) strategies in social cognition : a reinterpretation of confirmation bias phenomena», *Psychological Review*, 1993, 100(2), pp. 298-319.
- 26-GARDAIR Emmanuèle, « Heuristiques et biais : quand nos raisonnements ne répondent pas nécessairement aux critères de la pensée scientifique et rationnelle », *Revue Electronique de Psychologie Sociale*, n°1, 2007, pp. 35-46.
- 27-GIBBONS M. R., HESS P., «Day of the Week Effects and Asset Returns», *Journal of Business*, October 1981, pp. 579-596.

- 28-GORDON M., SHAPIRO E., « Capital equipment analysis : the required rate of profit », *Management Science*, 1956, n° 3, pp. 102-110.
- 29-GROSSMAN Sanford, STIGLITZ Joseph, « On the impossibility of informationally efficient markets », *American Economic Review*, Vol. 70, n° 3, 1980, pp. 393-408.
- 30-IBBOTSON R. G., « Price performance of Common Stock new issues », *Journal of Financial Economics*, 1975, vol. 3, pp.235-272.
- 31-JENSEN Michael, « Some anomalous evidence regarding market efficiency », *Journal of Financial Economics*, 1978, Vol. 6, pp.95-101.
- 32-KAHNEMAN Daniel, TVERSKY Amos, «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk», *Econometrica*, Vol. 47(2), March 1979, pp. 263-292.
- 33-LICHTENSTEIN Sarah, SLOVIC Paul, « Response-induced reversals of preference in gambling: An extended replication in Las Vegas », *Journal of Experimental Psychology*, n°101, 1973, pp. 16-20.
- 34-MUTH John. « Rational expectations and the theory of price movements », *Econometrica*, vol. 29, N° 3, Jul. 1961, pp. 315-335.
- 35-ORLEAN André, « Crise financière : l'erreur du G20 », *Alternatives Economiques*, n° 283, Septembre 2009, pp. 83-85.
- 36-ORLEAN André, « Mimétisme et anticipations rationnelles : une perspective Keynésienne », *Recherches économiques de Louvain*, vol. 52, n° 1, 1986, pp. 45-66.
- 37-RICCIARDI Victor, « A Research starting point for the new scholar: A unique perspective of behavioral finance », *The ICFAI Journal of Behavioral Finance*, Vol. III, No. 3, 2006, pp. 06-23.
- 38-RICCIARDI Victor, SIMON Helen K., « What is Behavioral Finance ? », *The Business, Education and Technology Journal*, Vol. 2, N°. 1, 2000, pp. 26-34.
- 39-ROBERTS H., « Statistical versus clinical prediction of the stock market », 1967, Unpublished manuscript.
- 40-SAMUELSON Paul, «Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly », *Industrial Management Review*, Vol. 6, 1965, pp. 41- 49.

- 41-SCHLEIFER Andrei, « Do Demand Curves for Stocks Slope Down? », *Journal of Finance*, vol. 41, 1986, pp. 579-590.
- 42-SEWELL Martin, « Behavioral Finance », Working Paper, University of Cambridge, February 2007 (revised April 2010), 13 pages.
- 43-SHILLER R. J., « The use of volatility measures in assessing market efficiency », *Journal of Finance*, vol. 36, 1984, pp. 291-304.
- 44-SHILLER R. J., «Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes of dividends», *American Economic Review*, vol. 71, 1981, pp. 421-436.
- 45-SHLEIFER Andrei, SUMMERS Lawrence H., «The noise trader approach to finance», *Journal of Economic Perspectives*, Vol.4, N°2, Spring 1990, pp. 19-33.
- 46-SIMON Herbert Alexander, « Rational choice and the structure of environments», *Psychological Review*, Vol. 63, 1956, pp. 129-138.
- 47-SLOVIC Paul, LICHTENSTEIN Sarah, « The relative importance of probabilities and payoffs in risk taking », *Journal of experimental Psychology*, n°73, 1968, pp. 1-18.
- 48-STANOVICH K. E., WEST R. F., «Individual differences in reasoning: implications for the rationality debate», *Behavioral and Brain Sciences*, N°23, 2000, pp. 645-665.
- 49-SUMMERS L.H., « Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values ? », *Journal of Finance*, 1986, vol. 41, n° 3, pp. 591-601.
- 50-TVERSKY Amos, « Intransitivity of préférences », *Psychological Review*, n°79, 1969, pp. 281-299.
- 51-TVERSKY Amos, SLOVIC Paul, KAHNEMAN Daniel, «The cause of preference reversals», *American Economic Review*, n°80, 1990, pp. 204-217.
- 52-TYSZKA Tadeusz & ZIELONKA Piotr, «Expert Judgments: Financial Analysts Versus Weather Forecasters», *Journal of Psychology and Financial Markets*, Volume 3, Issue 3, 2010, pp. 152-160.

53-ZAJONC R.B., « Mere exposure: A gateway to the subliminal », *Current Directions in Psychological Science*, N°10, 2001, pp.224-228.

Thèses, études et rapports

1. BARBERIS Nicholas, THALER Richard, « A survey of behavioural finance », National Bureau of Economic Research, *Working Paper Series*, Septembre 2002, 76 pages.
2. JENSEN Michael C., « Agency costs of overvalued equity », *European Corporate Governance Institute*, Finance working paper, May 2004, n°39, 12 pages.
3. RICOL René, « Rapport sur la crise financière au Président de la République », Septembre 2008, 166 pages.
4. PALETTA Damian, PHILLIPS Matt, «S&P Strips U.S. of Top Credit Rating», published in August 7, 2011, on The Wall Street Journal.
5. Rapport documentaire, « Inside Job », dirigé par FERGUSON Charles. Date de première diffusion : 23.03.2011.
6. Travaux de recherche du CERAM Business School, « Crise de 1987 et crise de 2007: Peut-on parler d'analogie? », Novembre 2007.
7. WARREN Adrienne, « Tendances immobilières mondiales », rapport de la BANQUE SCOTIA du 23.06.2012, 9 pages.
8. WETZER Clotilde sous la direction du Professeur Hubert de VAUPLANE, «La finance comportementale: d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers », Université PARIS II PANTHEON ASSAS, Master II DJCE Juriste d'Affaires, 2008-2009. 72 pages.

Dictionnaires et encyclopédies

1. Collectif, « Le Petit Larousse Illustré 2006 », Editions Larousse, Paris, 2005, 1855 pages.

2. Encyclopædia Universalis 2011 (en version numérique).
3. Sous la direction de SILEM Ahmed et ALBERTINI Jean-Marie, «Lexique d'économie », Editions Dalloz, 10^{ème} éd., Paris, 2008, 788 pages.
4. Wikipédia, l'encyclopédie libre.

Références Web

1. www.abcbourse.com.
2. www.actufinance.fr.
3. www.cafedelabourse.com.
4. www.cfo-news.com.
5. www.datasift.com.
6. www.france24.com/fr/.
7. www.ft.com.
8. www.geekosystem.com.
9. www.gestionsuisse.com.
10. www.kernelmag.com.
11. www.lafinancepourtous.com.
12. www.lecercle.lesechos.fr.
13. www.lexinter.net.
14. www.lexpansion.lexpress.fr.
15. www.linformateur.over-blog.com.
16. www.nouvelobs.com.
17. www.onprenduncafe.com.
18. www.qc.novopress.info.
19. www.rue89.com.
20. www.searchenginejournal.com.
21. www.ses.ens-lyon.fr.
22. www.thucydide.over-blog.net.
23. www.trader-finance.fr.
24. www.treasury.gov.
25. www.veblen-institute.org.

ANNEXES

Liste des Annexes

Annexe n° 1 : Bref rappel sur la théorie de l'utilité espérée.....	222
Annexe n° 2 : Déréglementation financière ; repères chronologiques.....	223
Annexe n° 3 : Qu'est ce qu'un cycle ?.....	225
Annexe n° 4 : Chronologie de la crise financière de 2007.....	227
Annexe n° 5 : Résultats financiers et dépréciations d'actifs des grandes banques mondiales et brokers-dealers pour l'année 2007 et le premier semestre 2008.....	236
Annexe n°6 : Liste des illustrations.....	237

Annexe n° 1 : Bref rappel sur la théorie de l'utilité espérée

La théorie de l'utilité espérée est née des travaux de Von Neumann Morgenstern. Celle-ci, en reprenant les enseignements de la théorie néo-classique de rationalité parfaite de l'individu, tente d'expliquer le processus de prise de décision en situation d'incertitude.

Selon cette théorie, la prise de décision d'un individu se construit à partir du calcul de l'espérance mathématique³⁴⁰ des différents choix envisageables.

Etant donné que l'individu, doté de rationalité parfaite, prendra en considération toute l'information disponible pour prendre une décision, celui-ci n'aura d'autre choix pour les événements futurs que d'avoir recours aux probabilités pour construire ses prévisions. Par la suite, et en fonction de l'espérance mathématique la plus élevée, celui-ci sélectionnera le choix lui offrant une satisfaction maximisée.

Cette vision dans laquelle l'individu prendra sa décision exclusivement et froidement en fonction du calcul de l'espérance mathématique est désormais remise en doute par la théorie des perspectives que nous avons développé plus haut.

³⁴⁰ L'espérance mathématique représentant la somme des résultats possibles pondérés par leurs probabilités.

Annexe n° 2 : Déréglementation financière – Repères chronologiques³⁴¹

1979 : Abolition de tout contrôle des changes en Grande-Bretagne et début de la déréglementation financière aux États-Unis.

1983 : Début de la crise des caisses d'épargne aux États-Unis.

1984 : Loi bancaire en France. Dématérialisation des titres sur la place de Paris : les actions ou les obligations n'ont plus d'existence matérielle.

1985 : En France, réforme du marché monétaire. Création des titres de créances négociables. Introduction des bons du Trésor standardisés. Ouverture du marché à tous les investisseurs.

1986 : Ouverture le 20 février à Paris du Marché à terme d'instruments financiers (M.A.T.I.F., bientôt rebaptisé Marché à terme international de France).

1986 : À partir d'octobre, réorganisation radicale (big bang) de la place de Londres. Fusion de nombreuses sociétés d'investissement et passage à un système de cotation automatisé.

1987 : Ouverture le 10 septembre à Paris du Marché des options négociables de Paris (Monep). Introduction des premières options sur indice CAC 40 en novembre 1988.

1987 : Création, en septembre, par le Chicago Mercantile Exchange et l'agence Reuters, du réseau Globex Alliance, le premier système de négociation électronique international ouvert 24 heures sur 24.

1987 : Le 19 octobre (lundi noir), krach boursier à New York et un peu partout dans le monde. Avec une chute des cours boursiers de plus de 20 p. 100, Wall Street enregistre la plus forte baisse jamais constatée en une seule journée. Contrairement à la crise de 1929, l'intervention massive et rapide de la Fed permet d'éviter une récession internationale.

1988 : Loi du 22 janvier sur la réforme boursière en France. Dissolution de la Compagnie des agents de change et création de la Société des Bourses françaises (rebaptisée quelques années plus tard Paris Bourse S.A.).

³⁴¹ Article écrit par les services rédactionnels de l'Encyclopædia Universalis 2011.

1988 : Création le 15 juin de l'indice CAC 40 composé des 40 valeurs parmi les plus liquides de la place de Paris.

1989 : Plan de sauvetage des caisses d'épargne américaines. Effondrement des junk bonds (« obligations pourries ») à New York.

1990 : Libéralisation des mouvements de capitaux au sein de la Communauté européenne ; suppression du contrôle des changes en France ; premier effondrement international du marché immobilier.

1992 : Effondrement de l'indice Nikkei à Tōkyō.

1994 : En février, krach du marché obligataire sur l'ensemble des places financières.

1995 : Chute de l'indice Nikkei après l'annonce du tremblement de Terre de Kōbe le 17 janvier et faillite de la banque d'affaires Barings, fondée en 1762, à la suite des malversations du trader Nick Leeson. La Barings sera rachetée au prix d'une livre symbolique par le groupe néerlandais I.N.G.

1996 : En France, le 2 juillet, loi de « modernisation des activités financières » qui adapte la réglementation française à la directive européenne sur les services d'investissement.

1997 : Crise financière asiatique, qui se propage l'année suivante à la Russie et au Brésil.

1998 : Intervention en septembre de la Fed pour sauver de la faillite L.T.C.M., premier fonds d'investissement spéculatif (hedge funds) des États-Unis.

1999-2000 : Euphorie boursière autour de la « nouvelle économie » promise par Internet, puis éclatement de cette bulle spéculative en 2001.

2007 : En juillet, le déclenchement aux États-Unis de la crise des subprimes (crédits immobiliers accordés sur hypothèque) aboutit un an plus tard à la paralysie quasi complète du système bancaire privé international.

2008-2009 : Récession économique internationale.

Annexe n°3 : Qu'est ce qu'un cycle ? ³⁴²

- *C'est un phénomène complexe qui a des caractéristiques précises*

Comme pour la croissance, la véritable centrale du cycle est le produit global. La notion de cycle se réfère à un phénomène possédant quatre grandes propriétés :

- Le cycle est alterné.
- Il se produit à intervalles relativement réguliers ; on dit qu'il est « quasi-périodique ».
- Il est d'une amplitude ne dépassant pas certaines limites.
- Il est persistant, ce qui signifie que son déroulement s'écoule sur plusieurs années, au cours desquelles on observe des mécanismes cumulatifs à la hausse comme à la baisse.

Le cycle est donc un phénomène beaucoup plus riche et complexe qu'une simple fluctuation économique qui ne possède que la première propriété. Pour mieux le caractériser historiquement, d'autres propriétés doivent être mises en évidence :

- C'est un mécanisme global, d'ampleur internationale ou qui tend à l'être. Il concerne non seulement la production ou l'emploi, mais aussi toutes les séries de prix.
- C'est un phénomène différencié : toutes les variables ne sont pas affectées de la même façon. Certaines sont plus sensibles que d'autres. Par exemple, les branches qui produisent les biens de production sont plus cycliques que les autres et les services marchands le sont moins ; cela est à relier au fait que l'investissement privé a une évolution plus cyclique que celle de la consommation et que les profits sont également plus cycliques que les autres revenus.

³⁴² ROBERT Pierre, « Croissance et crises : Analyse économique et historique », Editions Pearson Education, Paris, 2010, pp. 135 et 136.

- ***C'est un phénomène que l'on peut repérer statistiquement***

Ce repérage repose sur des méthodes statistiques plus ou moins sophistiquées. Selon la méthode la plus simple, on part d'une série brute de données sur la production et on la filtre statistiquement par la méthode des moyennes mobiles. On fait ainsi apparaître un *trend*, ou tendance. La différence entre les valeurs de la série brute y_t et la tendance y_{pt} exprime la composante cyclique ct . Les moyennes mobiles sont une forme élémentaire de filtrage des séries brute. Cette façon de faire correspond à l'idée selon laquelle le cycle est simplement l'écart ct (de nature stochastique) entre la série brute et une tendance déterministe de longue période. L'hypothèse implicite est que les chocs reçus par le système économique sont rapidement absorbés et ne changent pas la trajectoire de l'économie qui revient toujours à son cheminement initial. On postule donc que le système économique ne mémorise pas les perturbations cycliques qu'il reçoit, ce qui est critiquable. En fait, l'économie ne revient jamais à sa trajectoire initiale ; elle mémorise les chocs qu'elle a reçus précédemment. Si on veut tenir compte de cela, il faut utiliser des méthodes statistiques plus sophistiquées.

Pour détecter par avance le cycle, on dispose d'une batterie d'indicateurs avancés mis en évidence aux Etats-Unis par les travaux du NBER (National Bureau of Economic Research). Il s'agit notamment du taux d'utilisation des capacités de production (qui s'accroît avec le volume d'activité), de l'accumulation des stocks (qui a tendance à baisser avec l'ampleur de la demande) et des encaisses monétaires réelles (qui progressent avant le pic du cycle). Les valeurs mobilières et les taux d'intérêts figurent également sur la liste standard des indicateurs avancés de l'OCDE.

Annexe n° 4 : Chronologie de la crise financière de 2007 ³⁴³

FEVRIER 2007	
8 Février 2007	HSBC lance le premier "profit warning" de son histoire et indique que les impayés de crédits immobiliers à haut risque amputeraient de 10,5Mds\$ ses bénéfices annuels. L'information se répand que les emprunteurs "subprime" sont défaillants. La Federal Reserve estime les pertes à 50Mds\$. Un an plus tard elle les estimera à 400Mds€.
MARS 2007	
8 mars 2007	New Century Financial Corporation, deuxième établissement de crédit américain spécialisé dans les subprimes, indique qu'elle n'accepte plus de demande de crédit, ne pouvant se refinancer.
23 mars 2007	Kensington, leader du crédit immobilier à risques en Grande Bretagne, émet un sévère avertissement sur ses résultats.
AVRIL 2007	
2 avril 2007	New Century Financial Corporation, numéro 1 du "subprime" se place sous la protection d'une procédure <i>Chapter 11</i> nommée <i>Bankruptcy</i> .
MAI 2007	
22 mai 2007	Lancement de l'indice LCDX.
JUIN 2007	
1er juin 2007	Les indices CAC, DAX et S&P au plus haut.
29 juin 2007	Bear Stearns est obligé d'offrir 3,2 milliards \$ pour sauver un hedge fund en perte compte tenu des taux de défaillance sur les prêts hypothécaires. Les trois agences de notation maintiennent les notations de 200 milliards \$ qui ne respectent pas cependant les critères de notation fixés lors de l'émission des titres.
JUILLET 2007	
10 juillet 2007	L'Agence de notation Moody's abaisse la note de 399 titres liés aux prêts subprime octroyés par des grandes banques américaines (Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch).
17 juillet 2007	La banque d'investissement américaine Bear Stearns annonce que la valeur de ses fonds a fondu de moitié à cause des <i>subprimes</i> . Cette annonce provoque un premier recul des bourses européennes. Le Dow Jones franchit les 14.000 points pour la première fois de son histoire.
18 juillet 2007	Les deux "hedge funds" de Bear Stearns ont perdu toute valeur. Bear Stearns a été fondé en 1923, elle avait résisté à la crise de 1929 et était un pilier de Wall Street.
19 juillet 2007	S&P abaisse la note de 418 titres liés au "subprime".
26 juillet 2007	Les places financières dévissent sous l'effet de la crise des subprime aux USA; Le CAC 40 perd 2,78%, le FTSE 100 perd 3,5% et le Dow Jones 2,26%.
31 juillet 2007	soutien de la banque allemande KfW à IKB Deutsche Industriebank (79 Milliards \$ d'actifs) qui a lancé un avertissement sur résultat.

³⁴³ Construit à partir des données récoltées sur le site officiel de la Documentation Française, sur lexinter.net et diverses sources de presse.

AOUT 2007	
1er aout 2007	Des établissements financiers australiens et américains annoncent être aussi affectés par la crise des <i>subprimes</i> . Les bourses européennes s'enfoncent. Le ministre des finances allemand annonce un plan de sauvetage de 3,5Mds d'euros pour éviter la faillite d'IKB.
2 aout 2007	La Banque centrale européenne (BCE) maintient son taux inchangé à 4 %. Oddo ferme trois fonds monétaires dits "monétaires dynamiques".
6 aout 2007	Démission du n° 2 de Bear Stearns. Faillite d' <i>American Home Mortgage</i> , puis de <i>Home Bank</i> et <i>First Magnus Financial</i> .
9 août 2007	BNP Paribas ferme temporairement trois de ses fonds d'investissement investis aux USA dans des actifs immobiliers titrisés dont l'encours a diminué de 400 millions€. Le CAC 40 perd 2,17% et le Dow Jones 2,83%. Les taux interbancaires s'envolent. Les autorités craignent l'assèchement du marché interbancaire. La BCE injecte 24,8 Mds€ dans le circuit monétaire et la FED 24 Mds\$. La BCE se déclare prête à satisfaire 100% des demandes des banques ; Entre le 9 août 2007 et le 10 août 2007 la BCE mettra 150 milliards d'euros sur le marché et la Fed 62 milliards de dollars.
10 août 2007	Tous les indices boursiers sont en chute. La BCE et la Fed injectent encore de fortes sommes. HomeBanc, société américaine de crédit immobilier qui compte plusieurs banques européennes (dont BNP Paribas) parmi ses créanciers, se place sous la protection de la loi sur les faillites.
13 août 2007	Goldman Sachs injecte 3 Mds\$ dans un de ses fonds.
14 août 2007	Les bourses de Paris, Londres et New York sont en chute.
15 août 2007	Le Dow Jones passe sous la barre des 13 000 points.
16 août 2007	Le CAC 40 clôture à son point bas annuel, à 5 265,47 points. Le coût de la crise des <i>subprimes</i> est estimé à 150 milliards de dollars, selon une étude de Calyon.
17 aout 2007	La Banque Centrale américaine baisse son taux d'escompte de 6,25% à 5,75%. Le CAC 40 perd 3,13% et termine à son plus bas niveau de l'année en clôturant à 5.217 points. Les banques centrales américaine, anglaise et européenne injectent ensemble 330 Mds\$ dans le système monétaire. Le fonds américain Sentinel Management Group se met en faillite pour échapper aux demandes de remboursement de ses créanciers.
22 août 2007	Lehman Brothers ferme sa filiale BNC Mortgage.
23 août 2007	Bank of America investit 2 Mds\$ dans Countrywide Financial.

SEPTEMBRE 2007	
6 septembre 2007	La Fed et la BCE injectent de nouvelles liquidités sur le marché monétaire.
12 septembre 2007	La crainte de l'impact de la crise des subprimes sur l'économie américaine contribue à l'appréciation de l'euro, franchit pour la première fois de son histoire le cap de 1,39 dollar.
14 septembre 2007	Des milliers d'anglais font la queue devant les agences de la banque Northern Rock et retirent en 24 heures 1Md£. La Northern Rock est une ancienne " <i>building society</i> ". La Banque d'Angleterre, qui n'avait pas été appelée à intervenir en tant que prêteur de dernier ressort depuis 1970; consent un prêt garanti par l'Etat de 25Mds£. La Northern Rock est le numéro 5 du crédit immobilier au UK, 75% de son financement vient du marché monétaire. Elle a 216,8 Mds\$ d'actifs. UBS doit passer 2,4 milliards d'euros sur des crédits hypothécaires américains.
18 septembre 2007	La Fed abaisse son principal taux directeur d'un demi-point à 4,75%.
19 septembre 2007	La Banque Centrale américaine abaisse son taux d'escompte à 4,75%.
29 septembre 2007	Merril Lynch, troisième plus importante banque de Wall Street, annonce une perte de 2,24 milliards de dollars, sa première depuis six ans. Deux semaines plus tôt la banque prédisait des dépréciations d'actifs dans la division de trading de produits de taux de 5,5 milliards de dollars, les sous-estimant de 2,5 milliards de dollars. Le PDG de Merrill Lynch, Stanley O'Neal doit démissionner.

OCTOBRE 2007	
1er octobre 2007	Citigroup annonce une chute de 60% de son bénéfice au troisième trimestre. UBS annonce pour 4Mds de FS de dépréciations d'actifs.
4 octobre 2007	Malgré les critiques dénonçant l'euro fort, le principal taux directeur reste laissé en l'état, à 4 %.
29 octobre 2007	Démission de Stanley O'Neal, PDG de Merrill Lynch, qui a perdu 2,24 Mds \$.
31 octobre 2007	L'euro est au dessus de 1,45\$.
31 octobre 2007	Baisse de 0,25 point des taux de la Fed.

NOVEMBRE 2007	
4 novembre 2007	Démission de Charles Prince, PDG de Citigroup.
7 novembre 2007	Record historique pour l'euro qui franchit le seuil de 1,47\$. Record historique pour le baril de pétrole à NY qui franchit les 98\$.
14 novembre 2007	Le fonds de pension de l'Etat de Floride annonce que sur les 50 milliards de dollars de placement à court terme gérés, 2,2 Mds€ sont désormais considérés comme des investissements spéculatifs. La plupart de ces titres sont des " <i>asset backed commercial paper</i> " d'une durée d'un an. Ils ont été acquis alors qu'ils bénéficiaient d'une bonne notation. Ils ont été déclassés par les agences de notation à la suite de la crise financière. Ces titres étant maintenant déclassés et relégués au rang de junk bonds, ils ne devraient pas être conservés d'après la réglementation des fonds de pension d'état, mais ils peuvent difficilement être vendus. Ces déboires de l'Etat de Floride rappellent ceux qui ont amené à la faillite Orange County en 1994.
20 novembre 2007	Pour la première fois de son histoire, l'euro franchit la barre de 1,48 dollar.
27 novembre 2007	Le fonds souverain d'Abu Dhabi prend 5% de Citigroup et apporte 7,5Mds\$.

DECEMBRE 2007	
Début décembre 2007	Début décembre, AIG affirme que la crise des « subprime » était désormais sous contrôle. AIG a annoncé que les secousses boursières consécutives à l'explosion de la bulle immobilière lui avaient coûté 352 millions de dollars à fin novembre. AIG devra réviser considérablement l'estimation de cette perte en février 2008.
6 décembre 2007	Le président George W. Bush présente les grandes lignes d'un plan d'urgence destiné à venir en aide à certains ménages pris au piège de l'endettement.
11 décembre 2007	Baisse du taux de la FED de 0,25 points, l'amenant à 4.25.
12 décembre 2007	Cinq banques centrales (BCE, FED, BoE, Banque du Canada et Banque nationale suisse) lancent une action concertée pour lutter contre la crise de liquidités. Ils fournissent 90 Mds\$ de financement à court terme pour les banques.
18 décembre 2007	La BCE injecte 500 Mds\$ dans le système financier. La Banque d'Angleterre met aux enchères 20 Mds\$ de prêts à trois mois.

JANVIER 2008	
8 janvier 2008	Démission de James Cayne, PDG de Bear Stearns.
17 janvier 2008	Merrill Lynch annonce une perte de 9,8 Mds \$ au 4ème trimestre, autant que Citigroup.
18 janvier 2008	George Bush annonce un plan de relance de 150 Mds\$.
21 janvier 2008	Forte baisse des places boursières mondiales.
22 janvier 2008	Baisse des taux de la Fed de 0,75 points. Le taux principal est à 3,50%.
24 janvier 2008	La Société Générale annonce une perte de 6,9Mds€, 2Mds€ en raison de la crise des subprimes et 4,9Mds\$ en raison des opérations de Jérôme Kerviel.
30 janvier 2008	Baisse du taux de la Fed de 0,50 points.

FEVRIER 2008	
11 février 2008	AIG annonce des problèmes de valorisation de son portefeuille de dérivés. . AIG révisé les pertes annoncées en décembre 2007 à la hausse à hauteur de 5,23 milliards de dollars. La perte sur l'ensemble de l'exercice 2007 annoncée fin février pourrait même être encore plus élevée dans la mesure où la dernière estimation ne prend pas encore en compte le mois de décembre. Le groupe doit reconnaître que ses auditeurs avaient souhaité émettre des réserves sur la fiabilité de ses méthodes comptables. AIG estime avoir pris des mesures suffisantes pour valoriser correctement ses investissements dans des produits de type CDO et divers produits de couverture, mais les investisseurs sont visiblement inquiets et le titre chute. Les agences de notation ont prévenu qu'elles risquaient d'abaisser la note de l'assureur.
	Le coût de l'achat de protection contre le risque de défaillance d'une entreprise " <i>investment grade</i> " monte à 135 points de base.
	L'indice LCDX qui suit la valeur des prêts américains à haut risque tombe à un bas historique de 90,8.
	La Federal Reserve estime les pertes sur les subprime à 400Mds\$, huit fois l'estimation de 50 Mds€ faite un an auparavant. Les banques n'ont fait état que de 120Mds€ de pertes.
15 février 2008	UBS a perdu 12,4 Mds de francs suisses au 4ème trimestre.
17 février 2008	La banque britannique Northern Rock est nationalisée pour éviter son dépôt de bilan.

MARS 2008	
7 mars 2008	La Federal Reserve offre 200 Mds de prêts à 28 jours aux banques et établissements financiers.
12 mars 2008	Les pertes liées au <i>subprime</i> sont estimées à 2.000 Mds\$.
13 mars 2008	Carlyle Capital Corporation (CCC) créé en 2006 par Carlyle Group pour spéculer sur les titres adossés aux crédits immobiliers américains, annonce sa probable faillite, compte tenu de 17 Mds\$ de dettes insuffisamment garanties.
14 mars 2008	La Fed accorde un prêt d'urgence de 28 jours à Bear Stearns et organise son achat par JP Morgan avec sa garantie.
16 mars 2008	JP Morgan achète Bear Stearns (399 Mds\$ d'actifs). Les actions de Bear Stearns ont chuté de 83,41%.. Le prix annoncé pour le rachat de Bear Stearns est de 2\$ par actions, 1% de sa valeur quinze jours plus tôt.
16 mars 2006	Les actions de Merrill Lynch ont perdu 40%.
18 mars 2008	Baisse du taux de la Fed de 0,75% à 2,25%.
21 mars 2008	La BCE offre 24Mds\$ de prêts pour aider les banques; la Banque d'Angleterre offre 10 Mds\$ de prêts.

AVRIL 2008	
1er avril 2008	Deutsche Bank qui avait passé 759 Millions \$ de dépréciation sur l'exercice 2007 concernant les 36Mds€ de dette LBO prévient que les dépréciations pourrait atteindre pour le premier trimestre de 2008 2,5 Mds€.
	Démission de Marcel Ospel, PDG d'UBS.
2 avril 2008	Augmentation de capital d'UBS de 15 Mds de francs suisses.
	Augmentation de capital de Lehman Brothers de 4Mds\$.
8 avril 2008	Le FMI (Fonds monétaire international) chiffre le coût de la crise financière à quelque 1 000 milliards de dollars.
15 avril 2008	Fin 2007 la DB affichait 36Mds€ de crédits LBO en cours de syndication, dont 15 Mds ont été accordés et 21 Mds constituent des engagements. La DB est la banque la plus exposée dans le financement à effet de levier, devant Citigroup, Credit Suisse et JP Morgan. La crise financière a laissé DB, comme Citigroup, avec des dettes qu'elles n'ont pu placer auprès des investisseurs traditionnels, les acheteurs de CDO ayant disparu.
	Selon une analyse de BNP Paribas, les banques ont encore à leur bilan 200Mds\$ non écoulés, dont 55 Mds chez DB et 43 Mds\$ chez Citigroup.
	La crise des <i>subprime</i> coute 5,6Mds\$ à la banque japonaise Mizuho.
	FGIC a enregistré au quatrième trimestre 2007 une perte de 1,89 Mds de \$, soit vingt fois son chiffre d'affaires.
	L'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) chiffre les pertes liées à la crise des <i>subprimes</i> à 422 milliards de dollars.
18 avril 2008	Merril Lynch passe 9Mds\$ de dépréciations d'actifs au premier trimestre 2008. La banque a annoncé le 17 avril une perte nette de 1,9mds\$. Les dépréciations d'actifs comprennent 1,5 Mds sur des titres adossés à des créances, 3,5 Mds sur des titres liés à des crédits hypothécaires, 1Mds sur des crédits accordés à des fonds d'investissement et 3Mds\$ liés aux difficultés des rehausseurs de crédit.

MAI 2008	
13 mai 2008	Augmentation de capital du Crédit Agricole SA de 5,9Mds€.

JUIN 2008	
6 juin 2008	AIG annonce sa décision de coopérer avec l'enquête de la SEC sur ses pratiques d'évaluation des titres liés au marché hypothécaire.
9 juin 2008	Lehman Brothers annonce une perte de 2,8 Mds\$ au 2ème trimestre 2008. Six milliards\$ sont levés.
25 juin 2008	Augmentation de capital de Barclays de 5,7Mds€.

JUILLET 2008	
1 juillet 2008	Bank of America officialise l'acquisition de Countrywide Financial pour 2,5 Mds\$. Le prix prévu en janvier de 4 Mds\$ a été révisé à la baisse compte tenu de l'augmentation des saisies immobilières et de la baisse du cours des actions.
11 juillet 2008	Faillite d'Indymac, l'un des plus gros prêteurs hypothécaires américains.
13 juillet 2008	Les autorités américaines décident un soutien à Fannie Mae et Freddie Mac afin d'enrayer le début de panique de la semaine du 7 au 12 juillet 2008. Pendant la semaine l'action de Freddie Mac a chuté de 47% et celle de Fannie Mae de 45%.
28 juillet 2008	Dans son rapport mensuel sur la stabilité financière, le FMI estime que la crise des subprimes est loin d'être finie et que ses dégâts collatéraux sont potentiellement dévastateurs.
29 juillet 2008	Merril Lynch vend plus de 30 milliards d'actifs "toxiques" et lève 8,5 Mds\$.
30 juillet 2008	Signature par George Bush du plan de sauvetage à l'immobilier de 300Mds\$ voté par le Congrès américain.

AOUT 2008	
10 août 2008	UBS, Citigroup et Merrill Lynch s'engagent à racheter à leurs clients pour 40 Mds\$ d'obligations à enchères (Auction Rate Securities ARS).
26 août 2008	La "liste noire" de la Federal Deposit Insurance Corporation, qui assure les dépôts des 8.600 banques qu'elle supervise, s'élargit à 117 noms.
29 août 2008	Integrity Bank est le dixième établissement régional américain à faire faillite.

SEPTEMBRE 2008	
7 Septembre 2008	Henry Paulson, secrétaire américain au Trésor, annonce le placement « sous tutelle » publique de Fannie Mae et de Freddie Mac pour un coût potentiel de 200 milliards de dollars. Le Trésor donne à Fannie Mae et Freddie Mac la possibilité d'acquérir des MBS (Mortgaged Backed Securities).
10 Septembre 2008	Lehman Brothers annonce 3,9 Mds\$ de pertes au titre de son troisième trimestre. Lehman Brothers cède sa gestion d'actifs et scinde son immobilier commercial.
14 Septembre 2008	La Fed refuse de donner sa garantie à Barclays ou à Bank of America, qui étaient candidats à la reprise, comme JP Morgan l'avait eue pour Bear Stearns.
	Lehman Brothers demande l'ouverture d'une procédure de faillite faute d'obtenir l'aide de la Fed ou de trouver un acheteur.
15 septembre 2008	Bank of America rachète Merrill Lynch pour 50 Milliards\$.
16 septembre 2008	La Fed accorde un prêt de 85 milliards de dollars à l'assureur américain AIG, au bord de la faillite.
17 septembre 2008	Reserve Primary Fund annonce que sa valeur d'actif net est inférieure à 1\$ par part.
	Le Dow Jones plonge de 4,06%. Morgan Stanley et Goldman Sachs perdent respectivement 26,2% et 13,9%.
	Le Trésor américain s'engage à financer AIG à hauteur de 85Milliards\$ en échange de 85% de ses actions. Il est estimé que la faillite d'AIG aurait entraîné 180 Mds\$ de pertes pour les banques et institutions en opérations avec AIG.
18 Septembre 2008	La Federal Reserve, la BCE, la Banque d'Angleterre et les banques centrales du Canada et de Suisse offrent 180Mds \$ en swaps de change. 100 milliards de dollars supplémentaires seront levés par le Trésor américain.
19 Septembre 2008	Après la Financial Services Authority (FSA) britannique, l'autorité de régulation des marchés britanniques, son homologue américaine, la Securities and Exchange Commission (SEC), interdit à son tour les ventes à découvert sur les titres du secteur financier.
20 Septembre 2008	Le gouvernement américain annonce la création d'une structure de defeasance disposant de 700 Mds\$ pour racheter les actifs pourris des banques.
22 Septembre 2008	Mitsubishi UFJ Financial Group investit 8;5 Mds\$ dans Morgan Stanley et prend une participation qui pourra monter à 20% du capital de la banque.
23 Septembre 2008	La BCE injecte 40 Mds\$ dans la zone euro dans le cadre de mesures conjointes avec la Federal Reserve pour apaiser les marchés.
24 Septembre 2008	Goldman Sachs lève 10 Mds\$, Warren Buffett , par son holding Berkshire Hathaway apportant 5Mds€ par souscription d'actions préférentielles lui donnant accès à un dividende de 10% et recevant des options lui permettant d'acheter 5Mds\$ d'actions au prix de 115 dollars par actions.
	Le FBI confirme qu'il a lancé une enquête sur le milieu financier américain. La SEC progresse dans son enquête et cite plus d'une vingtaine de "hedge funds" à comparaître.

SEPTEMBRE 2008 (Suite)	
25 septembre 2008	JP Morgan Chase absorbe Washington Mutual, première caisse d'épargne aux Etats Unis. La FDIC a mis sous tutelle la caisse d'épargne. JP Morgan ne reprend pas la holding, ni les dettes non garanties par la FDIC, mais reprend les actifs des banques de réseau (296 Mds\$) et les dépôts. JP Morgan Chase devient la première banque de dépôts, d'une valeur totale de 911 Mds\$, devant Citigroup et Bank of America. Elle devient la deuxième banque en nombre d'agents (5.410) derrière la Bank of America. Elle devient la première banque du pays pour l'activité de cartes de crédit, la deuxième banque commerciale, et la troisième pour le crédit immobilier.
26 septembre 2008	Citigroup reprend Wachovia et devient la première banque de dépôt. Le bancassureur belge Fortis dévise en bourse.
27 Septembre 2008	Le Daily Telegraph et le Daily Mail rapportent que la banque britannique Bradford & Bingley (B&B), touchée par la crise immobilière, pourrait être nationalisée.
28 septembre 2008	Annonce d'une opération de sauvetage de la banque Fortis par les trois Etats du Benelux (La Belgique, les Pays-Bas et le Luxembourg) qui injectent 11,2 Milliards \$ et annoncent la nationalisation partielle de la banque. Le New York Times indique que la faillite d'AIG aurait coûté 20 Mds\$ à Goldman Sachs.
29 septembre 2008	La banque Bradford & Bingley est sauvée de la faillite par la banque espagnole Santander et pour le gouvernement britannique. Citigroup absorbe 42 Mds\$ de dette de Wachovia. Hypo Real Estate obtient de la part d'un consortium de banques allemandes des facilités de crédit suffisantes pour lui permettre de continuer son activité. La majorité de la Chambre des représentants américaine (228 contre 205) rejette le plan Paulson. L'indice Dow Jones chute de 7%.
30 Septembre 2008	Les gouvernements belge, français et luxembourgeois décident d'injecter 6,4 Mds€ dans Dexia. Les deux dirigeants du groupe donnent leur démission.

OCTOBRE 2008	
1 octobre 2008	Le Sénat américain adopte par 74 voix contre 25 une version révisée du Plan Paulson, la "Loi sur la stabilisation économique d'urgence de 2008.
3 octobre 2008	La Chambre des Représentants américaine adopte le plan précédemment adopté par le Sénat. Décision de nationalisation de Fortis. Wells Fargo annonce fusionner avec Wachovia, malgré l'engagement d'exclusivité dont bénéficiait Citigroup. Wells Fargo considère que les dispositions de la loi adoptée par le Congrès rendent caduque cet accord.
4 octobre 2008	AIG déclare se recentrer sur les activités d'assurance dommages. Au sommet de Paris sur la crise financière, Nicolas Sarkozy, Angela Merkel, Gordon Brown et Silvio Berlusconi s'engagent à soutenir les banques européennes et appellent à un sommet international en vue d'une réforme du système financier mondial. La Haye nationalise l'ensemble des activités néerlandaises de Fortis pour 12 Mds.
5 octobre 2008	La banque Hypo Real Estate , spécialiste du financement immobilier coté à Francfort, est sauvée in extremis de la faillite.

OCTOBRE 2008 (Suite)	
6 octobre 2008	<p>Nouveau lundi noir en Bourse: Paris perd 9,04% lors de la séance, ce qui constitue un record absolu de baisse.</p> <p>BNP Paribas prend le contrôle pour 15 Mds€ des activités de Fortis en Belgique et au Luxembourg. La presse annonce un projet d'union entre les Caisses d'Epargne et les Banques Populaires.</p>
7 octobre 2008	François Fillon déclare que l'Etat ne laissera pas une banque française tomber en faillite.
8 octobre 2008	<p>Sept banques centrales mondiales (États-Unis, Europe, Royaume-Uni, Canada, Suède, Suisse et Chine) s'accordent pour baisser leurs taux directeurs d'un demi-point.</p> <p>Baisse des bourses, Paris perd 6,31%, malgré l'annonce d'une intervention coordonnée des banques centrales, dont la BCE, qui diminuent par surprise leur taux de 0,5%.</p>
9 octobre 2008	<p>L'Euribor trois mois est à 5,393%, son niveau le plus élevé depuis la fin 1994. L'Euribor à une semaine est en baisse à 4,790% après avoir franchi les 5% pour la première fois depuis plus de sept ans à 5,019%. L'Euribor six mois est à son plus haut niveau de 14 ans à 5,448%.</p> <p>La BCE a offert aux banques de leur prêter à six jours au taux de 3,75%. Elle a fourni 100 Mds\$ en "overnight dollar funds à 5% (contre 9,5% la veille).</p> <p>Le Libor à trois mois est à 4,75%. Le taux overnight est à 5,09% alors que le taux de la Fed est à 1,5%.</p>
10 Octobre 2008	<p>Discours de George Bush pour rassurer, stopper l'angoisse et l'extrême anxiété des marchés.</p> <p>Le président signale par la même occasion le lancement d'actions de détection de fraudes, de manipulations et de déclenchement de paniques générales dû à des rumeurs propagées par certains investisseurs dans le but d'en tirer profit.</p>
12 Octobre 2008	Sept banques centrales mondiales (États-Unis, Europe, Royaume-Uni, Canada, Suède, Suisse et Chine) s'accordent pour baisser leurs taux directeurs d'un demi-point.
13 Octobre 2008	En France, le gouvernement adopte un plan national prévoyant l'injection de 10,5 milliards d'euros dans les six plus grandes banques privées françaises, ces dernières devant en contrepartie consentir des prêts aux PME et aux ménages afin d'atténuer les effets de la crise sur l'économie. Des mesures de soutien aux PME sont annoncées quelques jours plus tard.
15 Octobre 2008	Sommet des dirigeants des pays industrialisés et des économies émergentes (G20) à Washington.

Annexe n° 5 : Résultats financiers et dépréciations d'actifs des grandes banques mondiales et brokers-dealers pour l'année 2007 et le premier semestre 2008³⁴⁴

Pays	Banque	Publié le	Provisions / Pertes		Résultats	
			2007	S1 2008	2007	S1 2008
USA	Bank of America	21/07/2008	8,4 Md\$	11,8 Md\$	14,9 Md\$	4,6 Md\$
	Citi	18/07/2008	26,3 Md\$	22,4 Md\$	3,6 Md\$	(7,6) Md\$
	Goldman Sachs	17/06/2008	1,5 Md\$		11,6 Md\$	3,6 Md\$
	JPMorgan	17/07/2008	6,9 Md\$	6,2 Md\$	15,4 Md\$	4,4 Md\$
	Lehman Brothers	16/06/2008	1,5 Md\$	5,8 Md\$	4,2 Md\$	(2,3) Md\$
	Merrill Lynch	17/07/2008	24,2 Md\$	19,1 Md\$	(7,8) Md\$	(6,9) Md\$
	Morgan Stanley	18/06/2008	10,6 Md\$		2,6 Md\$	2,6 Md\$
	Wachovia	22/07/2008	2,3 Md\$	14,5 Md\$	6,3 Md\$	(9,2) Md\$
France	BNP Paribas	06/08/2008	1,9 Md€	5,2 Md€	7,8 Md€	3,5 Md€
	Crédit Agricole SA	28/08/2008	5,1 Md€	5,4 Md€	4,0 Md€	1,0 Md€
	Natixis	28/08/2008	1,2 Md€	2,1 Md€	1,1 Md€	(0,9) Md€
	Société Générale ⁽¹⁾	05/08/2008	8,6 Md€	3,8 Md€	0,9 Md€	1,7 Md€
Allemagne	Commerzbank	06/08/2008	1,4 Md€	1,9 Md€	1,9 Md€	1,1 Md€
	Deutsche Bank	31/07/2008	2,2 Md€	6,7 Md€	6,5 Md€	0,5 Md€
Belgique	Dexia	29/08/2008	0,6 Md€	5,9 Md€	2,5 Md€	0,8 Md€
	Fortis	04/08/2008	6,3 Md€	6,3 Md€	4,0 Md€	1,6 Md€
Pays-Bas	ING	13/08/2008	5,0 Md€	9,4 Md€	9,2 Md€	3,5 Md€
Royaume Uni	Barclays	07/08/2008	1,6 Md€	6,2 Md€	4,4 Md€	1,7 Md€
	HSBC	04/08/2008	19,5 Md\$	19,3 Md\$	19,1 Md\$	7,7 Md\$
	RBS	08/08/2008	3,8 Md€	6,6 Md€	7,3 Md€	(0,8) Md€
Suisse	Credit Suisse	24/07/2008	3,5 MdCHF	8,7 MdCHF	7,8 MdCHF	(0,9) MdCHF
	UBS	12/08/2008	23,1 MdCHF	27,4 MdCHF	(4,4) MdCHF	(11,9) MdCHF
	Total		182,6 Md \$	223,6 Md \$	150,1 Md \$	5,6 Md \$

(1) : dont 4,9 Md € de pertes en 2007 liées à la "fraude Kerviel"

³⁴⁴ RICOL René, « Rapport sur la crise financière au Président de la République », Septembre 2008, p. 30.

Annexe n° 6 : Liste des illustrations

❖ Liste des Tableaux

Tableau n° 1 : La finance comportementale « fiche synoptique ».....	81
Tableau n° 2 : Données clés de l'ampleur de la société Facebook.....	123
Tableau n° 3 : Normes d'émission des crédits <i>subprime</i>	195

❖ Liste des Figures

Figure n° 1 : La loi normale.....	19
Figure n° 2 : Les formes d'efficience au sens informationnel.....	23
Figure n°3 : Fondements de la finance comportementale.....	79
Figure n° 4 : Le cadre théorique de Kahneman.....	91
Figure n° 5 : Importance du contexte.....	107
Figure n° 6 : Une classification des biais décisionnels.....	108
Figure n° 7 : Chiffres représentant le poids de Facebook en 2011.....	124
Figure n° 8 : Croissance fulgurante du nombre d'utilisateurs.....	125
Figure n° 9 : Le déroulement du cycle de Juglar.....	137
Figure n° 10 : Les cinq phases des crises financières de Kindleberger.....	138
Figure n° 11 : Processus de titrisation.....	155

❖ Liste des Graphiques

Graphique n° 1 : La fonction de valeur	113
Graphique n° 2 : Premier jour de cotation de Facebook au Nasdaq.....	127
Graphique n° 3 : Deuxième jour de cotation de Facebook au Nasdaq.....	128
Graphique n° 4 : Réactions recueillies lors de l'annonce.....	130
Graphique n° 5 : Réaction du marché.....	131
Graphique n° 6 : Evolution historique du taux d'intérêt de la Fed et du Trésor Américain.....	145
Graphique n° 7 : Taux de croissance du PIB et taux d'inflation des Etats-Unis.....	146
Graphique n° 8 : Tendence baissière du taux de chômage.....	147
Graphique n° 9 : Croissance du marché immobilier depuis les années 2000.....	148
Graphique n° 10 : Evolution du dollar U.S. couplée à celle des exportations depuis les années 2000.....	149
Graphique n° 11 : Taux de défaut des crédits <i>subprimes</i> par année.....	159
Graphique n° 12 : Net Federal, State and Local Government Debt (Share of GDP).....	170
Graphique n° 13 : Evolution des Salaires aux Etats-Unis.....	180
Graphique n° 14 : Emissions annuelles de prêts hypothécaires aux ménages américains en milliards de dollars.....	192
Graphique n° 15 : Croissance des actifs financiers au niveau mondial.....	198
Graphique n° 16 : Fear Index versus US Stock Market during the financial crisis.....	204
Graphique n° 17 : Chronologie de la volatilité des cours boursiers aux Etats-Unis.....	205

❖ Liste des Encadrés

Encadré n° 1 : Enron, lorsque les analystes financiers perdent pied.....	66
Encadré n° 2 : Le commerçant dans son processus de sélection du vendeur.....	95
Encadré n° 3 : Une expérience sur l'heuristique de représentativité.....	96
Encadré n° 4 : Expérience sur le défaut d'attention.....	98
Encadré n° 5 : Illustration de comportements Moutonniers.....	103
Encadré n° 6 : La loterie.....	106
Encadré n° 7 : La titrisation.....	154

Table des matières

Liste des abréviations et acronymes	IV
Sommaire	V
Introduction Générale	1
Partie 1 : La finance classique, apogée et décadence	9
Introduction à la partie 1.....	10
Chapitre 1 : Fondements de la finance classique	11
Introduction.....	11
Section 1 : Puissance et durabilité dans le temps de la doctrine libérale	12
1. L'efficacité des marchés ou « Efficient Market Hypothesis ».....	13
1.1. Concepts et définitions de l'efficacité.....	14
1.2. Genèse de l'hypothèse d'efficacité des marchés.....	16
2. Rationalité de l'individu et concept de l'Homo-œconomicus.....	24
2.1. Définition et principe de la rationalité.....	24
2.2. Evolution du concept : la rationalité limitée puis la rationalité procédurale.....	26
Section 2 : La valeur fondamentale, un pilier dans l'évaluation des prix des actifs	28
1. Signification de la notion de fondamentaux économiques.....	29
1.1. Concepts et définitions.....	29
1.2. Logique au fondement de la détermination de la valeur fondamentale.....	30
2. Eléments de l'analyse fondamentale.....	32
2.1. L'actualisation des flux futurs.....	32
2.2. Les mesures relatives de l'analyse fondamentale.....	33
2.3. Analyse stratégique.....	35
Conclusion.....	45
Chapitre 2 : Limites de la finance de marché	46
Introduction.....	46
Section 1 : Evolution et changements significatifs de la finance internationale	47
1. La globalisation progressive des marchés.....	48
1.1. Réformes structurelles des années quatre-vingt.....	48

1.2. Les réformes dites des trois « D ».....	49
1.3. Les Objectifs des réformes.....	51
2. L'apparition de paradoxes dans le fonctionnement des marchés financiers.....	52
2.1. Essor sans précédent des innovations financières.....	52
2.2. Volatilité et instabilité des marchés.....	55
2.3. Anomalies sur les marchés financiers.....	56
Section 2 : Limites et failles de la finance de marché.....	60
1. Principales critiques des fondements de la finance classique.....	60
1.1. Remise en question de la théorie d'efficience.....	60
1.2. Critique de la rationalité parfaite de l'agent.....	62
1.3. Critique du principe de l'information parfaite.....	64
2. Nouvelle perception du risque dans un environnement en mutation.....	67
2.1. Mise en doute du rôle des arbitragistes.....	67
2.2. Mise en doute de la fiabilité de l'analyse fondamentale.....	68
2.3. Naissance d'un cercle vicieux.....	71
Conclusion.....	73
Conclusion à la partie 1.....	74
Partie 2 : La finance comportementale ; nouvel outil de décryptage des marchés..	75
Introduction à la partie 2.....	76
Chapitre 1 : Finance comportementale et psychologie de l'investisseur	77
Introduction.....	77
Section 1 : Principes et genèse de la finance comportementale.....	78
1. Revue de la littérature.....	78
1.1. Concepts et définitions.....	79
1.2. Fondements et caractéristiques.....	81
2. Les sciences cognitives et la finance comportementale.....	88
2.1. Origines philosophiques du désaccord opposant la finance comportementale à la finance de marché.....	89
2.2. Intuitions et prise de décision.....	90
Section 2 : Biais décisionnels et raccourcis mentaux.....	93
1. Les biais cognitifs.....	93
1.1. Biais de confirmation.....	94
1.2. Heuristique de représentativité.....	95

1.3. Biais de l'inversion des préférences.....	96
1.4. Heuristique d'aversion à l'ambiguïté.....	97
1.5. Le défaut d'attention.....	98
1.6. Biais de la loi des petits nombres.....	99
1.7. Heuristique de disponibilité.....	99
2. Les biais émotionnels.....	100
2.1. L'excès de confiance et l'optimisme.....	100
2.2. Biais de conservatisme.....	101
2.3. Phénomènes moutonniers ou modes (panurgisme).....	102
2.4. L'effet "momentum" des biais permanents.....	104
2.5. Biais des décisions antérieures performantes.....	105
2.6. Biais d'encrage.....	106
Conclusion.....	109
Chapitre 2 : Apport de l'analyse psychologique des marchés financiers.....	110
Introduction.....	110
Section 1 : Eclairages apportés par cette nouvelle discipline.....	111
1. La théorie des perspectives.....	112
1.1. La perte aléatoire l'emporte sur la perte certaine.....	112
1.2. Asymétrie des attitudes face aux gains et aux pertes.....	114
2. Rationalité et émotions.....	115
2.1. Prise en compte des émotions et rôle de celles-ci dans la formation des biais..	116
2.2. Influence négative des émotions sur la prise de décision.....	116
3. Impact des biais psychologiques sur l'activité d'arbitrage.....	118
3.1. Le risque fondamental.....	119
3.2. Le risque lié aux Noise traders.....	120
3.3. Le coût de l'arbitrage.....	120
Section 2 : Analyse de l'introduction de Facebook en bourse	121
1. Présentation de Facebook.....	122
1.1. Le géant de l'internet en quelques chiffres.....	122
1.2. Forces de la société et potentiel de croissance du marché.....	124
2. L'introduction en bourse.....	126
2.1. Analyse des premières heures après l'introduction.....	126
2.2. Un phénomène non singulier.....	129
Conclusion.....	132
Conclusion à la partie 2	133

Partie 3 : Analyse de la crise financière de 2007	134
Introduction à la partie 3.....	135
Chapitre 1 : La crise au regard de la finance de marché	136
Introduction.....	136
Section 1 : La crise financière internationale de 2007 ; le plus grand dysfonctionnement financier du début du XXI^{ème} siècle	137
1. Etude du concept de « crise ».....	137
1.1. Définition et genèse du concept de « crise ».....	137
1.2. Développement de la notion de « Cycles ».....	138
2. Prémisses de la crise financière de 2007.....	143
2.1. Contexte américain : une culture de prêts immobiliers hypothécaires bien enracinée.....	143
2.2. Atteinte du paroxysme d'avant retournement.....	146
Section 2 : Etapes décisives ayant mené à la création et à l'éclatement de la bulle immobilière	151
1. Des crédits hypothécaires aux crédits « Subprimes ».....	152
1.1. L'interventionnisme d'Etat.....	152
1.2. Les crédits « Subprimes ».....	154
2. Facteurs de déclenchement.....	155
2.1. Mécanisme de titrisation.....	155
2.2. L'effet de levier.....	158
3. Mécanismes de propagation et paralysie des marchés.....	160
3.1. Prémisses et déclenchement de la crise.....	160
3.2. Premiers symptômes de crise systémique.....	162
3.3. Enchaînement des faillites.....	163
Conclusion.....	165
Chapitre 2 : Eclairages apportés par la finance comportementale	166
Introduction.....	166
Section 1 : Principaux écarts de conduite à la source du dysfonctionnement du marché	167
1. Rôle biaisé des agences de notation et des analystes financiers.....	167
1.1. Les agences de notation.....	167
1.2. Les analystes financiers.....	175

2. Principales institutions financières et Hedge Funds.....	177
2.1. L'avidité croissante : une quête effrénée vers les profits à court terme.....	177
2.2. Modes de rémunération dans l'industrie de la finance.....	179
3. Laxisme du système de régulation.....	181
3.1. Un gouvernement « utopiste » : entretenir l'illusion du rêve américain.....	182
3.2. Une réglementation permissive et non préventive.....	184
Section 2 : Sentiments dominant le marché avant et durant la crise.....	189
1. Optimisme, euphorie et prises de risques excessives.....	189
1.1. Biais psychologique d'« Overconfidence », et apparition d'un syndrome de « mémoire courte » face à l'emballlement général.....	189
1.2. « Bourse Casino » et course à la prise de risques.....	191
2. Conflits d'intérêts, anti-sélection et aléa moral.....	196
2.1. Asymétrie d'information et opacité des marchés.....	196
2.2. Crise de confiance menant à la crise de fluidité.....	198
3. Incertitude croissante, perte de repères et panique des investisseurs.....	200
3.1. La montée de l'incertitude.....	200
3.2. Confusion laissant place aux biais psychologiques : la peur, le stress et la panique.....	202
Conclusion.....	206
Conclusion à la partie 3.....	207
Conclusion générale.....	208
Bibliographie.....	211
Annexes.....	221
Table des matières.....	240

Résumé

Dans ce travail, il s'agira d'introduire la nouvelle discipline qu'est la finance comportementale dans la compréhension et l'analyse des anomalies relevées sur les marchés financiers internationaux. Anomalies dont les conséquences sont, le plus souvent, matérialisées par des dysfonctionnements persistants dans la valorisation des actifs sur les places boursières de monde entier, et plus encore peuvent provoquer des crises de façon récurrente. Nous soulignerons l'importance du fait que les marchés financiers fonctionnent d'abord par la main de l'Homme, un individu vivant et évoluant en société avec tout ce que cela lui confère comme spécificités, et que les modèles d'évaluation et d'analyse quantitatifs ne peuvent plus- à eux seuls- prétendre à une prévision efficace sans admettre l'hétérogénéité des comportements individuels, l'irrationalité de certains d'entre eux et la nécessité d'analyser leurs attitudes. Il s'agira donc de montrer que certains comportements « non-rationnels » peuvent être la source des anomalies de prix. Des anomalies, qui à l'origine, sont la conséquence d'erreurs cognitives, émotionnelles ou d'erreurs dues à des phénomènes relevant de la psychologie collective (ou de foule) des opérateurs sur les marchés financiers. Une analyse psychologique des marchés financiers apportera une autre façon de décrypter les comportements boursiers afin d'y faire face. Tout l'intérêt sera de replacer la psychologie des acteurs au centre de la finance dans le but d'aboutir à une compréhension et une connaissance plus profonde des divers comportements régissant les marchés et de décrypter les « sentiments » de ceux-ci.

Mots-clés

Finance comportementale, finance classique, théorie d'efficience des marchés, rationalité des investisseurs, biais décisionnels, psychologie du marché, défaillances et anomalies des marchés financiers.

Abstract

In this work, we will introduce the new discipline of behavioral finance in the understanding and the analysis of deficiencies found in international financial markets. Anomalies which, mostly, come from the persistent dysfunctions in the valuation of assets on the stock markets of the whole world, and more still can provoke crises in a recurring way. We will emphasize the importance of the fact that, first of all, financial markets work by the hand of "Man", an individual living in society with all that it confers him as specificities, and that quantitative evaluation and analysis models cannot – alone - pretend to an effective forecasting without admitting the heterogeneity of the individual behavior, his irrationality and the need to analyze his attitudes. These will have to show that certain "non-rational" behaviors can be the source of pricing anomalies. Anomalies which originally are the result of cognitive and emotional errors, or errors due to the collective psychology phenomenon's (or crowd). A psychological analysis of financial markets will provide another way to decipher the behavior of stock markets and to cope with it. The whole point is to put the psychology of the actors at the center of finance in order to reach a better understanding and a deeper knowledge of the various behaviors governing markets and spell out their "feelings".

Keywords

Behavioral finance, classical finance, efficient market theory, investor's rationality, decisional biases, market psychology, weaknesses and anomalies of financial markets.