

LES MARCHES FINANCIERS SONT-ILS DES MARCHES DE PROMESSES ?

TCHIKO Faouzi¹ & MOKHTARI Fayçal²

Institut des sciences économiques, Centre Universitaire de Mascara

Résumé :

Le but de ce papier est de livrer une conception des marchés financiers qui conduit à une meilleure compréhension de leur nature et des crises financières qui les secouent. A travers une analyse de l'évaluation des actifs financiers dans un environnement marqué par l'incertitude, l'accent est mis sur la fiabilité et la sincérité des résultats obtenus sur les revenus futurs des actifs financiers.

Pour faire face à ses difficultés liées aux procédures de l'évaluation financière, la théorie présente plusieurs approches de l'évaluation financière. L'étude de ces approches, dans ce papier, a pour objectif d'illustrer le souci de réduire au mieux l'incertitude qui caractérise les évaluations dans les marchés financiers et de renforcer l'idée selon laquelle ces marchés sont le lieu d'un commerce de promesses. Autrement dit, l'analyse de ces approches conduit à démontrer que l'essentiel dans ces théories est la recherche d'une "justification" qui explique les procédures d'évaluation et les prix qui en résultent. Une fois cette justification est acceptée et approuvée par tous, les intervenants dans les marchés financiers l'adoptent comme opinion collective et partagée devant mener à une croyance collective.

Cette dernière légitime le concept de convention d'évaluation dans les marchés financiers et confirme la particularité de ces marchés de promesses.

Introduction :

Pour le bon fonctionnement de l'échange marchand, les économistes reconnaissent que les prix, dans les marchés, comprennent un certain nombre d'informations que les agents économiques doivent impérativement détenir pour constituer leurs propres prix ou du moins leurs propres jugement des prix existants.

Les néoclassiques considèrent, aussi, que "*dans un marché parfaitement concurrentiel, les prix ne peuvent être manipulés par aucun individu, ni producteur ni consommateur*"³. De même, Arrow et Debreu (1954)⁴ expliquent que des individus rationnels, saisis dans un cadre marchand, parviendront nécessairement à l'équilibre en étant guidés par des signaux prix. Ils ajoutent que cet équilibre était formellement pensable puisqu'il existe un système de prix d'équilibre tel que toutes les offres soient égales à toutes les demandes. C'est pourquoi, les marchés doivent être ouverts pour que l'information sur les prix soit complète et disponible.

Concernant les marchés financiers, les analystes financiers constatent que ces marchés ne sont pas totalement ouverts et ils arguent par les faits suivants⁵ :

- l'information est incomplète et asymétrique ;
- la concurrence oligopolistique tend à être la règle ;
- des transactions à terme se réalisent généralement par un petit nombre de marché ;
- de nombreuses externalités perturbent l'efficacité des allocations de marché.

Alors que certains économistes persistent à croire que les marchés financiers ne sont pas différents des marchés des biens et des services, d'autres comme (Spencer, 2000)⁶ trouve que la différence réside dans les caractéristiques particulières des biens financiers. Ils avancent les explications suivantes :

- ce sont des biens qu'on ne peut pas connaître leur qualité en recherchant le prix le plus bas ou le plus élevé ;
- ce ne sont pas, aussi, des services qu'on découvre leur qualité après l'achat ;
- il n'est pas possible de dire avec certitude qu'elle a été la qualité de la prestation de ces biens même si on connaît les résultats de leur usage. Par exemple, lorsqu'un individu place son épargne en Bourse et il a obtenu de bon résultat, il est difficile de faire la part de la chance, du talent de l'expert qui l'a conseillé ou tout simplement de la conjoncture générale.

1- Membre du Laboratoire de Recherche "Management des collectivités locales et développement local", Institut des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion, Centre Universitaire de Mascara, Tel/Fax : 045 81 19 33, Email: tchikofaouzi@yahoo.fr

2- Directeur de Laboratoire de Recherche "Management des collectivités locales et développement local", Institut des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion, Centre Universitaire de Mascara, Tel/Fax : 045 81 19 33, Email: faycal_mok@hotmail.com

3- Postel N. (2006), "Contrat, coercition et institution : un regard d'économistes", Communication à un Séminaire "Contractualisation du droit" au Centre René Demougue, mai 2006, p.03.

4- Arrow K. et G. Debreu (1954), "Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy", *Econometrica*, n°22, pp.522-552.

5- Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), " Les crises financières : analyses et propositions", Conseil d'Analyse Economique, Paris , p. 45.

6- Spencer P.D. (2000), "The Structure and Regulation of Financial Markets", Oxford University Press, p.36.

Ces caractéristiques propres aux biens financiers illustrent le phénomène de l'incertitude qui marque les marchés financiers. En conséquence, l'évaluation des revenus futurs d'un placement boursier est rendue une démarche difficile, voire irréalisable, du fait de cette incertitude qui timbre ces marchés. Cette réalité pousse des économistes à considérer que " *les marchés financiers sont le lieu d'un commerce de promesses*" (Pierre Noël Giraud, 2001)⁷.

D'après ces économistes, " *tout actif financier n'est jamais qu'une promesse de revenu futur et, comme l'avenir est irrémédiablement incertain, la valeur d'une entreprise cotée en Bourse est susceptible de fluctuer violemment en fonction de la vision que les opérateurs de marchés se font de son avenir. Il suffit que l'opinion d'une majorité d'investisseurs change pour que la valeur d'une société flambe ou s'écroule*" (Pierre Noël Giraud, 2001)⁸.

Quant à l'hypothèse que les investisseurs sur les marchés financiers sont rationnels, ces mêmes économistes répliquent que " *ces investisseurs cherchent pour la plupart à l'être et, statistiquement, ils le sont parce que la finance moderne utilise des instruments scientifiques, mathématiques, des analyses de données de plus en plus nombreuses et diversifiées qui leur permettent de signifier que le résultat, c'est-à-dire les prix sur les marchés, est parfaitement compréhensible et prévisible. On peut, aussi, obtenir des résultats très surprenants avec des acteurs rationnels ou, du moins, qui cherchent de l'être. La raison est qu'un actif financier quel qu'il soit n'est jamais qu'une simple promesse de revenus futurs*"⁹.

De plus, ils précisent que " *l'avenir est non seulement incertain, au sens mathématique du terme, mais il est également imprévisible car il va nécessairement se passer des choses que personne n'avait prévues. Les marchés financiers ne font donc donner un prix à la vision dominante de l'avenir. Quand un acteur sur un marché financier cherche à construire une vision de l'avenir, qui va lui permettre de décider d'acheter ou de vendre, il doit tenir compte de ce que les autres pensent*. Donc sa vision de l'avenir tient compte de ce qu'il pense que les autres pensent"¹⁰.

Sur ses propos, ces analystes des marchés financiers considèrent que l'évaluation des revenus futurs d'un actif financier est basée sur des paris, des croyances et des promesses. De ce fait, Balley (1987) examine que " *si on interrogeait un opérateur en bourse sur ce qu'il attend d'un achat qu'il vient de faire, il répondrait à coup sûr qu'il croit à la hausse du titre-peu importe actuellement pour quelles raisons-et qu'il la gardera aussi longtemps que cette hausse durera*"¹¹. Et il précise " *qu'un achat en bourse est un pari, fondé sur un jugement de valeur d'où les considérations économiques ne sont pas absentes*".

De cette manière, les théoriciens posent le problème de l'évaluation financière. Ainsi, les praticiens de l'évaluation financière reconnaissent que cette opération est rendue difficile et admettent qu'elle est exposée à de nombreux biais qu'ils résumement en deux points¹² :

- il n'existe pas de méthode appropriée pour évaluer l'impact d'une innovation financière;
- l'évaluation du rendement d'un actif financier dépend de plusieurs variables qui sont indépendants et qui sont hors de la portée et de l'action de chaque individu : taux d'intérêt, taux de croissance, taux de change, nature de la fiscalité, etc.

Cette illustration conduit à deux constats. D'une part, il est difficile d'évaluer avec précision les revenus futurs d'un placement dans un marché financiers et, de l'autre part, l'évaluation des revenus futurs d'un placement dépend d'une séquence d'événements futurs dont les agents ne sont pas surs de connaître. Ces deux enseignements posent des problèmes quant au fonctionnement des marchés financiers.

Pour réduire cette incertitude intrinsèque aux vues sur l'avenir, les adeptes de l'efficacité des marchés (Malkiel, 2003)¹³, tout comme ceux de la finance comportementale et expérimentale (Shiller, 2003)¹⁴, s'accordent à reconnaître cette caractéristique des marchés financiers et développent deux propositions distinctes. La première proposition s'appuie sur l'idée que les marchés financiers ne sont pas suffisamment développés, notamment sur le plan comportemental. Certains théoriciens de la finance proposent de concevoir autant de produits financiers pour combler les lacunes des institutions contemporaines héritées du passé. Robert Shiller (2003)¹⁵ présente l'hypothèse d'étendre les produits financiers à des assurances couvrant les aléas économiques, les risques d'inégalités et les risques globaux qui s'expriment au niveau du système international. En outre, Robert Merton et Zvi Bodie (2005)¹⁶ considèrent qu'une approche en terme de finance fonctionnelle et structurelle est capable de conduire à un système économique dans lequel les prédictions du modèles néoclassiques pour la formation du prix des actifs et l'allocation des ressources seront approximativement satisfaites, une fois que dans le long terme les structures institutionnelles seront pleinement développées.

7- Giraud P-N (2001), "Le commerce du promesse : petit traité sur la finance moderne", Seuil, Paris, p.52

8- Giraud P-N (2001), "les marchés financiers sont devenus une sorte de grand jeu de mistigri", Cerna (Centre d'économie industrielle), L'Expansion, 15 février 2001, p. 2.

9- Idem, p. 2.

10- Idem, p.2.

11- Balley P. (1987) : La Bourse mythes et réalités, PUF, Paris, 2ème édition, p. 13

12- Idem, p.46

13- Malkiel B.G. (2003), "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics", Journal of Economic Perspectives, vol. 17, n° 1, p. 59-82

14- Shiller R.J. (2003), "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", Journal of Economic Perspectives, vol. 17, n° 1, p. 83-104.

15- Shiller R.J. (2003) : The New Financial Order, Princeton University Press.

16- Merton R.K. et Z. Bodie (2005) : The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure, Journal of Investment Management, No. 1, (2005), pp. 1-23

En ce qui concerne la deuxième proposition, d'autres analystes financiers proposent que, sur les marchés financiers, les agents doivent coordonner leurs vues sur l'avenir et réduire une partie de l'incertitude grâce à l'observation du prix du marché et à l'accord sur certains déterminants censés gouverner l'évolution du prix des actifs (Orléan, 1990)¹⁷. Face à l'incertitude, les agents doivent se donner des procédures, des règles ou observer l'émergence d'une convention pour évaluer le taux d'intérêt à long terme, la croissance anticipée, la prime de risque et l'évolution du résultat des firmes.

Cette dernière proposition qui, insiste sur la constitution d'un caractère conventionnelle de l'évaluation des actifs financiers, est la plus retenue par les théoriciens pour perfectionner les approches de l'évaluation financière.

La théorie financière s'est construite autour de l'hypothèse d'efficacité informationnelle (Samuelson 1965, Fama 1965, 1970)¹⁸ qui précise que le prix révèle parfaitement l'information disponible. Ce qui veut autrement dire que dans un marché parfaitement concurrentiel, les individus mobilisent toute l'information dont ils disposent dans leurs évaluations et qu'ils se positionnent sur ce marché en accord avec celles-ci et les opportunités d'arbitrage qui se présentent à eux.

Cette approche, appelée approche d'efficacité informationnelle, ne précise pas les processus par lesquels les individus forment leurs anticipations car elle ne montre pas comment constituer un processus d'évaluation des anticipations et ne dispose d'aucun modèle d'évaluation. L'hypothèse d'efficacité informationnelle des marchés est insuffisante pour conclure à l'efficacité des marchés car elle ne contient aucun principe d'évaluation. Pour couvrir cette insuffisance, trois approches sont distinguées :

- l'approche conventionnelle de l'évaluation (Keynes, 1936 et 1937)¹⁹;
- l'approche autoréférentielle (Orléan 1988 et 1999)²⁰
- l'approche comportementale (Hirshleifer 2001, Shleifer 2000)²¹.

La première approche se concentre sur l'hypothèse conventionnelle pour faire de l'évaluation conventionnelle le résultat d'une dynamique collective et d'un apprentissage social en réponse à l'incertitude. Par contre, la deuxième approche se focalise sur la rationalité à un principe qui valide *ex post* les évaluations privées collectivement partagées. Autrement dit, les individus, plongés dans une structure autoréférente, s'attachent à une rationalité qui permet de valider ou sanctionner leurs prises de positions concernant une évaluation.

Enfin, l'approche de la finance comportementale est basée sur l'attitude comportementale des individus dans les marchés financiers. Par l'application de la psychologie dans la finance, cette approche tentera de comprendre comment les investisseurs font leurs choix et prennent leurs décisions. Elle est assise sur deux hypothèses complémentaires. La première est que certains investisseurs ne sont pas pleinement rationnels et que leur demande d'actifs financiers à risque est affectée par leurs croyances ou leurs émotions, lesquelles ne sont évidemment pas pleinement justifiées par les "fondamentaux" économiques. Leurs anticipations sont biaisées par des considérations qui ont un effet similaire à celui des "bruits parasites". La seconde hypothèse de base est que l'arbitrage, faite par la seconde catégorie d'investisseurs, qui sont, eux, pleinement rationnels, est une activité non dénuée de risque et dont l'efficacité est, par conséquent, limitée.

L'objet de ce papier est de démontrer à travers les approches d'évaluation existantes toute la difficulté de trouver des principes clairs et efficaces qui permettent d'aboutir à des évaluations qui se rapprochent de la réalité. Ce qui illustre aussi que les prix des actifs financiers se fixent d'une manière inexplicable et illogique. Ce qui confirme la particularité que les marchés financiers sont des marchés de promesses.

1- L'approche conventionnelle de l'évaluation :

Dans la pratique de l'évaluation, deux procédures sont considérées :

- soit les agents procèdent à leur propre analyse de la valeur qu'ils attribuent à un projet,
- soit ils observent l'évaluation des autres intervenants sur le marché pour en déduire leur propre jugement.

De ces deux procédures, on distingue la valeur fondamentale du prix du marché. La première devrait gouverner le choix des investissements en actualisant un flux de recettes nettes sur l'ensemble de la durée du projet. La seconde prend en compte la possibilité d'achat-vente du fait des forces et de la liquidité d'un marché des actifs.

La procédure concrète dans les marchés financiers démontre, dans ce cas, que même les fondamentalistes auront à tenir compte de la valeur de marché et ils livrent un rendement au moins égal à celui du marché. Cette pratique conduit à un prix d'équilibre entre les deux procédures d'évaluation et elle équivaut à une convention d'évaluation. Il est toujours possible *ex post* de rationaliser cette évaluation en décrivant des scénarios d'évolution sur lesquels s'accorde le marché et qui valident les cours observés.

17- Orléan A. (1990) : « Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers », Revue Économique, n°41, p. 839-868

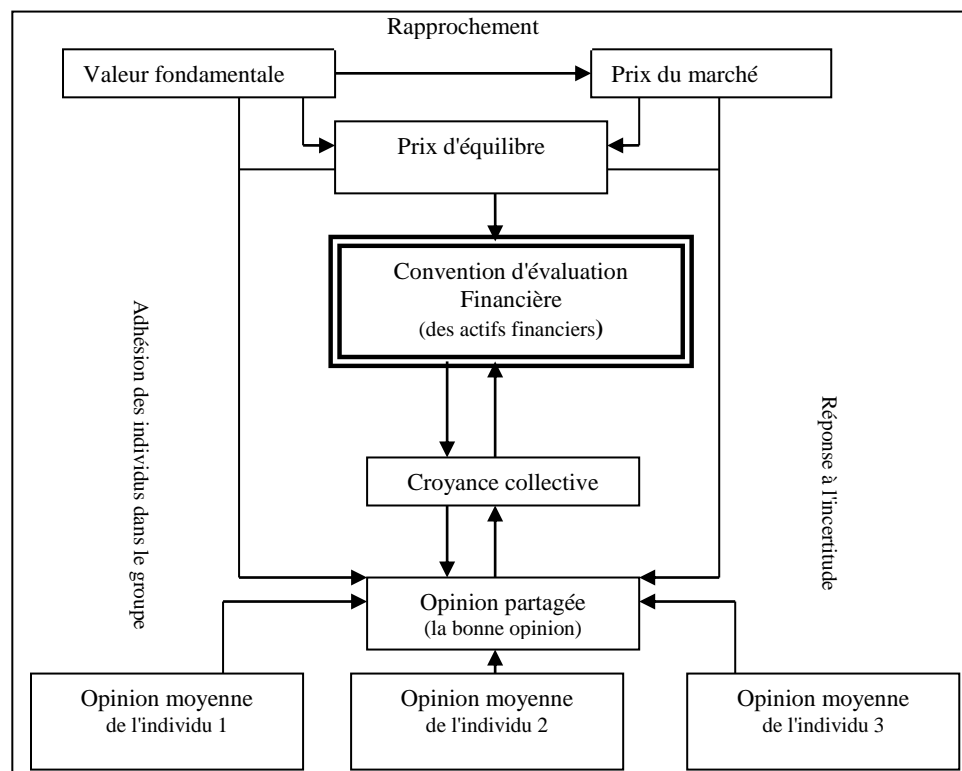
18- Samuelson Paul A. (1965), "Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", 1965, Industrial Management Review.

19- Keynes J. M. (1969), "La théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie", Editions Payot, Traduction de General Theory, London, Mac Millan et C°, 1936.

20- Orléan A. (1999), "Le pouvoir de la finance", Paris, Edition Odile Jacob

21- Shleifer A. (2000), "Inefficient market-An introduction to behavioral finance", Oxford, New York, Oxford University Press.

Les économistes, Keynes et Orléan, sont les premiers à "privilégier cette approche de la finance et qui ont eu recours au concept de convention"²² tout en insistant sur le caractère conventionnel des anticipations et de l'évaluation financière. Ainsi, ils présentent cette convention non pas comme une irrationalité des investisseurs ou une limitation de leurs capacités mais une opportunité de reposer leurs évaluations autour d'un consensus sur les éléments fondamentaux (figure n°01).



Représentation graphique de l'approche conventionnelle d'évaluation financière²³

Figure n° 01 :

Orléan (1999)²⁴ parle de la convention comme étant un moyen qui peut stabiliser la logique spéculative dans le marché. De cela, il considère qu'elle peut être une réponse à l'incertitude qui porte sur un événement particulier ou sur le futur. Dans les travaux de Keynes (1936)²⁵, on retrouve la présence de l'idée de "l'économie de la convention" mais on retiendra dans ces propos qu'il insiste sur "l'évaluation conventionnelle" plutôt que "la convention financière".

Selon ces économistes, la convention de l'évaluation repose essentiellement sur quelques principes simples qu'on résume comme suit²⁶ :

- il s'agit d'une croyance collective au sens d'une opinion partagée ;
- la convention a un rôle créateur parce qu'elle est constitutive de croyance sur l'avenir ;
- c'est une croyance qui porte en elle l'idée que l'opinion actuelle est la bonne opinion.

La lecture de ces principes permet de faire des interprétations et des précisions. Le premier principe conditionne l'existence de la convention sur l'évaluation financière sur l'adhésion des individus qui ont une conviction partagée et collective au sujet d'un jugement sur un élément ou un ensemble d'éléments constitutifs l'évaluation d'un actif financier.

Le deuxième principe conçoit la convention sur l'évaluation financière comme étant une réponse à l'incertitude par la création de la croyance collective. Cette dernière produit des informations sur l'avenir qui permettent aux groupes d'individus intervenants dans les marchés financiers de trouver des points de repères qui le sortent de l'incertitude à l'intérieur de laquelle il se trouve plongée initialement. Le dernier principe présente l'opinion actuelle, partagée, qui fait l'objet de la croyance collective, comme forcément la bonne opinion. Certainement le consensus autour de cette opinion contraint l'individu qui a une opinion particulière imprécise sur le futur du à l'absence d'information pour la considérer comme la bonne opinion. Par ces fondements, les prédicateurs de cette approche réclament la convention comme étant le guide de toutes les évaluations financières pour réduire une partie de l'incertitude.

22- Gobillard B. (2004), "Incertain, apprentissage social et évaluation financière conventionnelle", CEPREMAP et FORUM (Université de Paris X - Nanterre), Mai 2004, P. 10.

23- Représentation élaborée par les auteurs.

24- Orléan A. (1999), "Le pouvoir de la finance", Paris, Edition Odile Jacob.

25- Op. Cit.

26- Idem, p. 11.

Mais, certaines analyses critiquent cette idée en évoquant la question de la rationalité des acteurs. Il y a ceux qui pensent, tout simplement, que *"la convention n'est pas nécessairement objective ; il ne s'agit ni d'une loi naturelle ni d'un résultat prouvé par la science. Elle consiste seulement en une proposition quelconque à laquelle une communauté d'acteurs adhère. Elle est nécessairement contextuelle, située dans le temps et dans l'espace"*²⁷.

Il y a, aussi, qui relèvent que les individus adhèrent à la convention non pas en tant que processus arbitraire mais le résultat d'une dynamique collective. La croyance collective dans la convention trouve ses justifications dans les comportements d'agents rationnels qui cherchent au mieux de leurs possibilités à comprendre l'avenir. On n'adhère pas à l'idée de l'irrationalité des marchés lorsqu'une phase d'euphorie boursière amène les cours à des niveaux exubérants. La convention de ce genre peut être considérée comme le résultat d'un processus arbitraire qui s'impose aux individus. Ces critiques posent le problème du choix de l'adhésion de l'individu à cette convention (figure n°2).

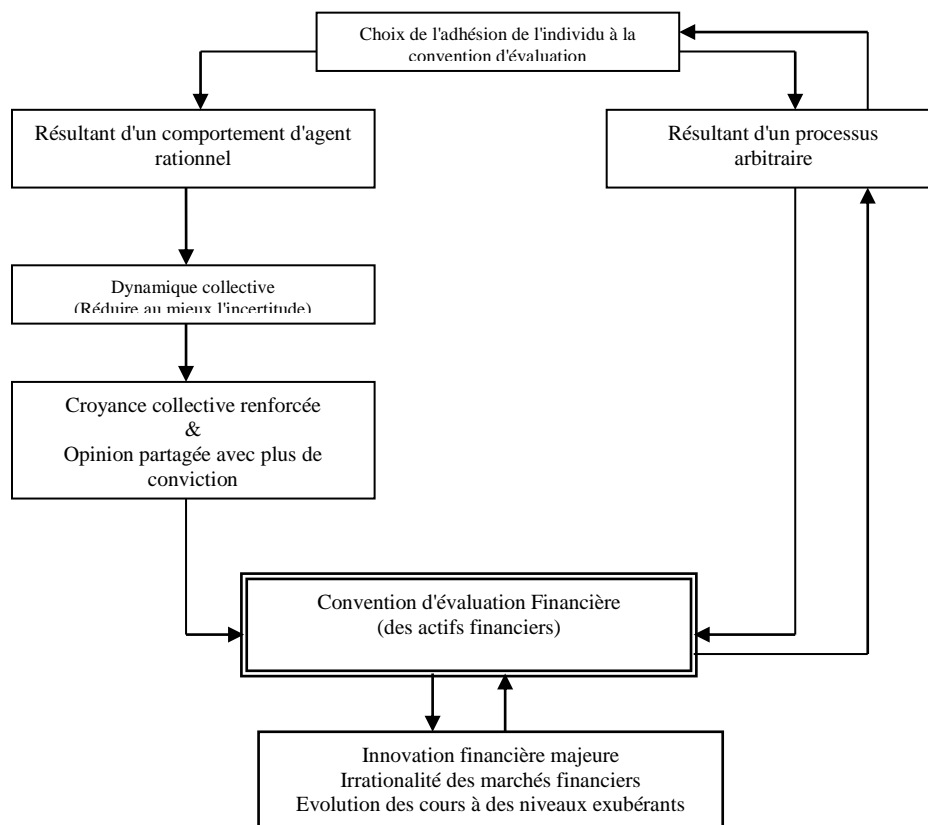


Figure n°2 : Représentation graphique du choix de l'individu à l'adhésion à la convention²⁸

L'autre reproche à cette hypothèse de la convention concerne le comportement des individus particulièrement où l'incertitude est extrêmement forte au moment de l'apparition des innovations. Les interrogations se concentrent dans la constitution des opinions collectives qui soutiennent la croissance des cours en certaines périodes.

En s'appuyant sur les travaux de Shiller (2000)²⁹, on peut relever que ces situations d'incertitude spécifiques, qui conduisent à l'apparition d'une innovation à l'intérieur du système économique et social, sont porteuses d'une problématique. Une innovation majeure est, par définition, potentiellement radical et susceptible de modifier en profondeur les rapports économiques et sociaux. De cela, elle confronte les acteurs à une évaluation nouvelle. C'est à partir de ce constat que des problématiques apparaissent quant à la construction de raisonnement menant à une croyance collective.

27- Tadjeddine Y. (2004), "Les gérants d'actifs en action : l'importance des conventions dans la décision financière" Miméo, FORUM, Université Nanterre, p. 04.

28- Représentation graphique élaborée par les auteurs.

29- Shiller Robert J. (2000), "Irrational exuberance", Princeton, New Jersey, Princeton University Press, p.52.

Dans la mise en place d'un modèle d'évaluation nouveau, les enseignements et les informations sur le passé sont d'une utilité relativement limitée. Même le comportement humain en réaction à ces innovations financières n'est pas suffisamment connu d'avance pour construire une opinion précise.

Pourtant, un individu rationnel doit disposer d'une représentation suffisante de son milieu pour joindre le groupe dans sa croyance collective. Il cherche à construire sa propre interprétation ou modèle d'évaluation de l'impact de cette innovation sur l'évolution des cours et des prix des actifs financiers. Ce qui n'est le cas dans toutes les situations où il y a absence totale d'informations et, parfois, des statistiques erronées sur l'état des marchés financiers (voir l'encadré n°01).

Encadré n°1 : Déficiences statistiques révélées par les crises financières de la décennie 90

Les crises financières des années 90 ont révélé un certain nombre de déficiences statistiques, notamment :

I- Lacunes de l'information sur les avoirs de réserve

Les actifs gagés - par exemple les avoirs utilisés comme garantie des emprunts de tierces parties n'étaient souvent pas identifiés, et les actifs de nature similaire, comme les prêts de titres et les accords de pension étaient souvent inclus dans les avoirs de réserve sans être identifiés comme tels, faussant l'information sur les encours en liquidités des autorités.

- Les dépôts détenus dans des banques résidentes en difficulté et leurs filiales étrangères, qui ne seraient pas mobilisables en cas de crise, étaient souvent inclus dans les avoirs de réserve, entraînant une surestimation des réserves.
- Les pratiques d'évaluation pouvaient s'écarter considérablement des valeurs de marché, compliquant l'évaluation de la valeur réalisable des avoirs de réserve.
- La couverture des avoirs de réserves internationales variait d'un pays à l'autre, entravant les comparaisons internationales.

II- Absence d'accès du public à l'information sur les engagements officiels à court terme en devises

Dans de nombreux pays le public ne disposait pas d'informations sur les activités hors bilan des autorités susceptibles d'avoir une incidence sur les ressources en devises. L'absence de données sur les engagements de devises à terme au titre de contrats financiers dérivés, par exemple, pouvait aboutir à une sous-déclaration des avoirs de réserve gagés.

- L'absence de renseignements sur les activités des autorités sur dérivés financiers (contrats à terme et futurs en devises, par exemple) pouvait aussi rendre opaque le risque contracté par des entités publiques, lequel était susceptible d'entraîner des sorties soudaines et brutales sur les ressources en devises. Des sorties considérables pouvaient par exemple se produire en cas de variations des taux de change. De même, l'absence d'information sur les options vendues et achetées par les autorités pouvait entraver l'évaluation des entrées et sorties potentielles de devises au moment de l'exercice des options.
- L'insuffisance de l'information sur les engagements effectifs et potentiels en devises des autorités monétaires et de l'administration centrale pouvait handicaper le suivi des sorties sur les ressources en devises. Ces insuffisances comprenaient les lacunes de l'information sur les paiements d'intérêts et de principal exigibles à court terme au titre d'emprunts et d'obligations, sur les garanties de change des autorités, et sur les clauses contractuelles d'instruments de dette permettant aux créanciers d'exiger un paiement anticipé en cas d'évolutions économiques défavorables.

L'information sur les réserves accessible au public ne rendait pas compte en général de l'existence de lignes de crédit irrévocables non utilisées, qui peuvent représenter soit une source supplémentaire de ressources en devises en cas de besoin, soit éventuellement une sortie sur lesdites ressources.

Source : Anne Y. Kester, "Réserves internationales et réserves internationales", Directives de déclarations des Données, FMI, 2001, p. 2³⁰

Dans cette approche, la mise en place d'une dynamique collective où chaque individu dans le groupe apporte son interprétation, qualifiée d'opinion moyenne, est créatrice de l'opinion du groupe et de croyance qui constitue la convention partagée par tous. Seulement, la convention se voit, dans ces circonstances, conçu sur la base d'un certain nombre d'opinions moyennes imprécises et arbitraires qui n'explique pas comment se fixe les prix des innovations financières.

Ces insuffisances sont repris et expliquées par une autre approche. Celle de l'approche autoréférentielle.

2- L'approche auto-référentielle :

Les analystes financiers distinguent, plus particulièrement, deux approches : fondamentalistes et autoréférentielle. Dans la première, les investisseurs cherchent à déterminer leurs évaluations par des principes de valorisation. Alors ils essayent de prévoir l'évolution des cours en utilisant des lois naturels, des principes généraux et des lois et modèles économiques purement fondamentale. De cela, ils créent une dynamique des prix.

30- Publication disponible sur le site : www.imf.org

Ces deux configurations influencent la formation du prix sur le marché financier (Tadjeddine, 2000)³¹. Dans la première configuration, l'individu estime que le prix d'équilibre dépend de la valeur réelle de la firme, définie comme sa capacité à générer des profits ou à redistribuer des dividendes. Pour anticiper ce que sera le prix futur, l'individu doit estimer ce que sera cette valeur. Dans cette configuration fondamentaliste, l'individu croit à une formation objectivée des prix, alors même que son évaluation individuelle repose sur des conventions.

La seconde configuration s'appuie sur une formation autoréférentielle du prix (Orléan, 1988)³². Dans l'approche autoréférentielle stricte, les individus cherchent en permanence à savoir ce que les autres pensent. Ils sont tous mimétiques. Cette situation est rare sur les marchés et intervient seulement en situation extrême de panique quand les individus ne savent plus les croyances partagées par le marché.

De ce fait, l'approche autoréférentielle conçoit que l'évaluation financière est directement le résultat des comportements des agents. André Orléan (1999)³³ pense que l'individu se trouve confronté à une question de nature nouvelle qui le pousse à chercher de découvrir l'opinion moyenne d'un groupe où chacun fait de même. Toutefois, il précise que cette démarche est insuffisante car l'élément principal est le processus spécifique de la validation des positions prises par les investisseurs.

La décision d'un investisseur est validée ou invalidée par l'évaluation que le marché propose des titres sur lesquels il a effectué ses opérations. Cela signifie qu'une évaluation même erronée peut se trouver confirmée par le marché malgré son statut particulier. Cette idée peut se trouver une expression dans les modèles de bulles rationnelles (Blanchard, Watson 1984)³⁴. L'opinion erronée se trouve validée tant que le marché ne la sanctionne pas. Dans ce cas, la bulle explose et la crise financière se met en place.

Ce procédé d'évaluation financière se rapproche à une rationalité à l'intérieur d'une structure autoréférente. La logique du fonctionnement de ce type de structure fait que le marché, traduisant cette structure, se présente comme le seul déterminant habile à valider les évaluations et les anticipations.

Pour les tenants cette approche, les marchés incarnent, par définition, une logique autoréférentielle. Ils considèrent que les échanges se font au prix de marché qui est l'expression de l'intersubjectivité des intervenants et non pas de l'objectivité d'une valeur externe au processus d'évaluation lui-même. André Orléan s'accorde avec cette prédominance du prix de marché lorsqu'il dit que "*c'est lui qui détermine la fortune effective des investisseurs*" (Orléan, 2001)³⁵. Néanmoins, il explique de ce prix de marché peut "*prendre n'importe quelle valeur*"³⁶.

Ces propos sont contradictoirement interprétés entre ceux qui considèrent qu'ils peuvent signifier que "le prix vaille n'importe quoi" et ceux qui pensent que l'auteur entend par "n'importe quelle valeur" que le prix peut être prédéterminé d'une manière imprécise et injustifié.

Devant de telles imprécisions qui marquent les principes constitutifs des évaluations financières selon cette approche, deux éléments d'argumentation sont soulevés. Le premier porte sur les limites d'une rationalité autoréférentielle, tandis que le second s'intéresse aux limites d'une réponse particulière qui est le mimétisme autoréférentiel.

Le modèle autoréférentiel de la finance pose des problèmes spécifiques à la question de la rationalité d'individus insérés dans une structure autoréférente. Une structure est dite autoréférente lorsqu'elle produit un groupe d'individus qui cherchent isolément à anticiper et à estimer et, par cela, ils plongent le collectif dans une spécularité sur lui-même. Cette logique autoréférente explique que la rationalité se justifie par l'action isolée des individus de constituer leur propre opinion et croyance sur le futur.

Cette approche considère implicitement que les individus dans leur action individuelle sont rationnels ou cherchent à l'être car ils estiment que l'opinion collectivement partagée ne répond pas à leurs visions ou attentes pour l'avenir. C'est pourquoi certaines analyses remarquent que l'autoréférence est une logique spéculative. Les reproches à cette logique sont exprimés sur le principe de la rationalité et soulèvent que ce concept n'aura de sens que si elle sort de la logique spéculative.

L'autre aspect qui caractérise cette approche est le mimétisme autoréférentiel. Il se définit par le fait qu'à l'intérieur de la structure autoréférentielle, chaque individu imite son voisin en croyant qu'il s'agit de la meilleure stratégie possible. Aglieta et Orléan (2002)³⁷ qualifie ce mimétisme local d'arbitraire car ils remarquent que les individus plongés dans une incertitude radicale se copient les uns des autres en espérant de trouver dans l'autre la meilleure interprétation ou opinion.

Ce comportement des individus ne permet pas d'expliquer la constitution des conventions telles que Keynes et Orléan les présentent. Le fondement de la convention ne peut se détacher des considérations sur les fondamentaux. Autrement dit, la convention telle qu'elle est commandée part de la valeur fondamentale qui se rapproche du prix du marché. Dans le calcul de la valeur fondamentale sur des nouveaux produits financiers, il est difficile de prévoir les revenus futurs. Face à cette difficulté, les individus spéculent dans une structure autoréférente de ce que doivent apporter ces innovations financières dans l'avenir.

31- Tadjeddine Y. (2000), "Les prises cognitives de la rationalité : une typologie des décisions spéculatives", *Politix*, novembre, 13, 52, p. 57-71.

32- Orléan A. (1988), "L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation", in *Cahiers d'économie politique*, p. 229-242.

33- Idem, p.23.

34- Blanchard O. et Watson M. (1984), "Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers", *Annales de l'INSEE*, n°54, avril-juin, p. 79-100.

35 Orléan O. (2001), "L'hypothèse autoréférentielle appliquée à la finance", "Les transformations de la finance en Europe", Troisième conférence du Centre Saint Gobain pour la recherche en Économie, 8 et 9 novembre 2001, La défense.

36 Idem, 24.

37-Aglieta M.(2002), "Monetary Sovereignty in the Age of Globalization, Mimeo Franco-Japanese Conference on" Monetary and Finance in the Age of Globalization : Comparative Studies in Europe and Asia" Tokyo, novembre.

Finalement, l'autoréférence devient essentiellement une structure sociale aux caractéristiques spécifiques et il ne peut lui être associé de rationalité autre que celle de se sortir de son contexte spéculaire sans fin. D'autant plus qu'elle ne permet pas de justifier les fondements des évaluations conventionnelles, dès lors que le lien avec les fondamentaux est posé.

Pourtant la logique de la conception autoréférentielle de la finance ne rejette pas l'idée selon laquelle les investisseurs puissent avoir des comportements fondamentalistes. Toutefois, la spécificité de leur démarche fait qu'ils seront des fondamentalistes endogènes car leur modèle d'évaluation repose sur les fondamentaux parce qu'ils pensent que c'est la meilleure façon de prévoir le niveau futur des prix.

Plus encore, les investisseurs deviennent des fondamentalistes endogènes conventionnels parce que leur finalité est de mettre à jour l'évaluation par le marché qui contribue dans le calcul de la valeur fondamentale.

Mais cette approche complique le principe de convention d'évaluation financière plus qu'elle l'explique ou le corrige. Cette complication se réaffirme en examinant les bulles financières

Les bulles financières :

L'étude des crises financières et de leur origine révèle le rôle de l'innovation financière. Selon les analystes financiers, la crise est "*l'aboutissement d'une survalorisation tendancielle des cours qui atteint son point de rupture*"³⁸. Cette survalorisation trouve son origine dans une innovation majeure économiquement mal appréciée et évaluée.

Il ressort deux éléments principaux de cette considération empirique. D'une part le contexte économique largement incertain et, d'autre part, le fait qu'une opinion collective largement partagée se forme et soutient l'évolution des cours.

Plusieurs théoriciens se divergent sur l'idée selon laquelle les bulles sont initiées par un choc fondamental [(Kindelberger, 1978)³⁹, (Minsky, 1982)⁴⁰ ou (Shiller, 2000)⁴¹]. L'exemple de la valorisation des firmes Internet est démonstratif. A l'émergence de ces firmes, les investisseurs se sont confrontés à une innovation dont il est difficile d'établir les implications et externalités. Ils étaient contraints à une opération à la fois nouvelle et délicate qui est de valoriser des firmes ne générant encore aucun profit. Aucune technique n'existait alors pour valoriser directement ces innovations et les marchés financiers se retrouvaient incompetents de prévoir à long terme les perspectives économiques des firmes Internet.

Des théoriciens tentent de trouver des explications à ces phénomènes. Shiller (2000)⁴² montre que les hausses boursières les plus significatives sont ceux qui correspondent aux périodes spécifiques dans l'évolution des sociétés industrielles. Il explique que, dans ces époques, les individus ont un regard particulier sur l'époque qu'ils sont en train de vivre. Il s'agit d'une société qui entre dans une époque radicalement nouvelle. De ce fait, ces bulles financières sont le plus souvent associées à ce que Robert Shiller nomme les conceptions économiques de l'ère nouvelle "*New area economic thinking*".

Dans l'étude de ces phénomènes de bulles financières, selon les analystes financiers, deux aspects doivent être pris en compte : la surréaction et l'origine de la dynamique. Concernant le premier aspect, Shiller (2000)⁴³ justifie la surréaction des agents par une dynamique spéculative excessive et qui trouve origine dans un consensus sur des éléments fondamentaux du fait d'un changement du système social enclenché par d'une époque nouvelle qui se met en place. Ce même économiste reprend les événements des fortes hausses des périodes récentes pour expliquer cette idée et il montre qu'à chaque fois que les marchés sur-réagissent à ce type d'évènement, on registre les résultats illustrés dans le tableau n°01.

38- Idem, p.12.

39- Kindelberger Charles P. (1978), "Manias, Panics and Crashes", Londres et Basingstoke, Macmillon Press.

40- Minsky H. (1982), "The financial instability hypothesis: capitalism processes and the behavior of the economy", in "Financial Crisis, theory, hysrory and policy", Kindelberger et Laffargue (eds.), Cambridge University Press.

41- Shiller Robert J. (2000), "Irrational exuberance", Princeton, New Jersey, Princeon University Press.

42- Idem, p.52.

43- Idem, p.52.

Le lieu de l'événement	La hausse en %	La période
Philippines	+ 683,4	de décembre 1985 à décembre 1986
Taiwan	+ 400,1	de octobre 1986 à octobre 1987
Venezuela	+ 381,6	de janvier 1990 à janvier 1991

Tableau n° 01: Les hausses des cours boursières dans certaines places financières dues à la sur- réaction⁴⁴

D'autres théoriciens jugent que ces justifications ne peuvent pas expliquer les réactions des agents dans ces moments nouvelles et n'ont rien d'attitudes fondamentalistes conventionnels.

Pourtant, maints théoriciens confirment l'idée de Shiller qui consiste à penser qu'à chaque période de hausse durable des cours, un événement exceptionnel vient agir sur la nature fondamentale de sorte qu'il l'adapte aux nouvelles données [(Misky, 1982), (Kindelberger, 1978)⁴⁵, (Orléan, 1999)⁴⁶]. Ces auteurs considèrent que l'ère nouvelle est porteuse d'optimisme bouleversant le système économique et tire mêmes les éléments fondamentaux vers le haut.

Selon ces mêmes théoriciens, cette thèse est confirmée par les valeurs boursières d'Internet. A partir de l'année 1998, l'évolution de ces valeurs va accroître. En moins de quatre mois, l'indice Nasdaq progresse de 80%. Cette hausse de ces valeurs est expliquée par le fait qu'une ère nouvelle commence et qu'une révolution technologique et informationnelle se pointe avec le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC). Celles-ci allaient totalement modifier les relations économiques traditionnelles et une nouvelle ère économique se met en place avec des principes et des logiques économiques nouvelles. Ce qui relègue forcément les antécédents au rang du passé.

Hormis que personne ne sait à priori quel sens donner à ce nouveau procédé de communication, deux éléments illustratifs peuvent paraître importants de les citer. Le premier est qu'il existe peu d'informations sur cette nouvelle technologie. Cela implique que les modèles d'évaluation découlant de ces informations sont relativement faibles et peu fiables. Le concept de valeur fondamentale est presque inconvenant car il est impossible de le déterminer avec précision. Le deuxième élément tient au fait que personne ne sait comment va interpréter les d'individus l'avenir suite à l'apparition de cette nouvelle société de l'information. Ce qui signifie une absence d'opinion.

Si on associe l'absence d'informations, défaut de déterminer la valeur fondamentale et absence d'opinion, il est extrêmement difficile de prévoir l'opinion moyenne des investisseurs qui sera la base de leur croyance collective.

A la lumière de ces analyses, il est, par contre, intéressant de s'interroger sur le processus par lequel s'établit un consensus sur l'évolution des cours menant au phénomène de bulle. L'une des explications données, la plus logiques, tient au fait que le marché se centre sur lui-même et la communauté financière fonde son opinion autour de l'évolution des cours qui maximise leurs gains. Importe peu s'il y a une convention d'évaluation résultant d'une croyance collective.

Conclusion :

En partant de la question de l'évaluation des actifs financiers, le phénomène de l'incertitude se révèle comme un facteur freinant du perfectionnement des modèles d'évaluation financière. De nombreux théoriciens admettent que, devant cette situation, les prix et les cours exprimés dans les marchés financiers ne traduisent pas la réalité car ils sont le résultat d'interprétation arbitraire et souvent hasardeuse des éléments constitutifs de cette évaluation.

Les analyses réalisées sur le fonctionnement de ces marchés et le comportement des acteurs dévoilent que les revenus résultants d'un placement financier ne sont que des promesses puisqu'ils se basent sur des paris, des jugements et des croyances. Certains théoriciens admettent que l'incertitude qui marque ces marchés financiers est à l'origine de cet état de fait.

Pour réduire une partie de cette incertitude, des approches de la finance convergent vers l'idée de la convention d'évaluation financière. Le principe est de créer une dynamique collective dans laquelle les individus adhèrent à une opinion partagée par le groupe. Le manque d'informations ne permet pas à un individu isolé de constituer sa propre opinion et, de ce fait, il est amené à accepter l'opinion du groupe et faire partie d'une croyance collective conduisant à une convention d'évaluation.

La lecture des approches fondamentales et autoréférentielle fait apparaître des critiques et des reproches qui réaffirment que la convention d'évaluation financière souffre d'une incompréhension quant à son fonctionnement.

Devant les difficultés des marchés financiers de l'institution de la convention d'évaluation, des analyses se penchent sur les éléments constitutifs de cette convention. En premier, l'accent est mis sur la formation des prix et des cours. Ensuite, la question des comportements économiques fondés est citée. En dernier, on s'intéresse sur la durabilité de la croyance collective.

Il est reconnu, théoriquement, que le prix est un indicateur de richesse pour les investisseurs et porteur d'information. Le choix du modèle d'évaluation, accepté dans le cadre de la convention, dépend de la qualité des informations qui vont être diffusé et du niveau de richesse qui va être autorisé. L'adhésion à une convention d'évaluation ne doit pas oublier le modèle d'évaluation établi pour la formation des prix.

D'autre part, les individus ne doivent pas adhérer à une convention par conformisme mais parce qu'ils pensent que c'est un processus rationnel susceptible de permettre la compréhension de l'avenir. Mais si ce processus n'est pas assez expliqué et développé pour atteindre le niveau des besoins fondamentaux des individus, il est rejeté à défaut de fondements

44- Les données sont tirées de l'article de Gobillard B. (2004), "Incertain, apprentissage social et évaluation financière conventionnelle", CEPREMAP et FORUM Université de Paris X - Nanterre, Mai 2004, p.13.

45- Op. cit.

46- Op. cit.

clairs et précis. En dernier, les individus voient dans la convention la bonne opinion qui leur informe sur l'évolution future des cours. Mais, ils n'y adhèrent pas que s'ils savent qu'elle a été appréciée dans la période précédente.

Dés lors, l'évaluation devient conventionnel quand un consensus sur la démarche et les éléments déterminants se concrétisent par un état de confiance collective sur ce que apportera tel ou tel placement financier. Si cela est probable théoriquement, la nature des marchés financiers ne le permet pas puisqu'ils resteront toujours des marchés de promesses.

Bibliographie :

- Arrow K. et G. Debreu (1954), "Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy", *Econometrica*, n°22.
- Bailey P. (1987) : *La Bourse mythes et réalités*, PUF, Paris, 2ème édition.
- Blanchard O. et Watson M. (1984), "Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers", *Annales de l'INSEE*, n°54, avril-juin.
- Boyer R., Dehove M. et Plihon D. (2004), " Les crises financières : analyses et propositions", Conseil d'Analyse Economique, Paris.
- Giraud P-N (2001), "les marchés financiers sont devenus une sorte de grand jeu de mistigri", Cerna (Centre d'économie industrielle), *L'Expansion*, 15 février 2001. aud P-N (2001), "le commerce du promesse : petit traité sur la finance moderne", Seuil, Paris.
- Gobillard B. (2004), "Incertitude, apprentissage social et évaluation financière conventionnelle", CEPREMAP et FORUM Université de Paris X - Nanterre), Mai 2004.
- Keynes J. M. (1969), "La théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie", Editions Payot, Traduction de General Theory, London, Mac Millan et C°, 1936.
- Kindleberger Charles P. (1978), "Manias, Panics and Crashes", Londres et Basingstoke, Macmillon Press.
- Malkiel B.G. (2003), "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n° 1.
- Merton R.K. et Z.Bodie (2005) : *The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure*, *Journal of Investment Management*, No. 1, (2005).
- Minsky H. (1982), "The financial instability hypothesis : capitalism processes and the behavior of the economy", in "Financial Crisis, theory, hysrory and policy", Kindleberger et Laffargue (eds.), Cambridge University Press.
- Orlean A. (1988), " L'auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation », in *Cahiers d'économie politique*.
- Orlean A. (1990) : «Le rôle des influences interpersonnelles dans la détermination des cours boursiers », *Revue Économique*, n°41.
- Orlean A. (1999), "Le pouvoir de la finance", Paris, Edition Odile Jacob
- Orlean A. (2001), "Psychologie des marchés. Comprendre les foules spéculatives", In J. Gravereau et J. Trauman (éd.), *Crises financières*, Paris, Economica.
- Orlean O. (2001), "L'hypothèse autoréférentielle appliquée à la finance", "Les transformations de la finance en Europe", Troisième conférence du Centre Saint Gobain pour la recherche en Economie, 8 et 9 novembre 2001, La défense.
- Postel N. (2006), "Contrat, coercition et institution : un regard d'économistes", Communication à un Séminaire "Contractualisation du droit" au Centre René Demougue, mai 2006.
- Shiller R.J. (2003) : *The New Financial Order*, Princeton University Press
- Shiller R.J. (2003), "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n° 1.
- Shiller Robert J. (2000), "Irrational exuberance", Princeton, New Jersey, Princeon University Press.
- Shleifer A. (2000), "Inefficient market – An introduction to behavioral finance", Oxford, New York, Oxford University Press.
- Spencer P.D. (2000), "The Structure and Regulation of Financial Markets", Oxford University Press.
- Tadjeddine Y. (2000), " Les prises cognitives de la rationalité : une typologie des décisions spéculatives ", *Politix*, novembre, 13, 52.
- Tadjeddine Y. (2004), "Les gérants d'actifs en action : l'importance des conventions dans la décision financière" *Miméo*, FORUM, Université Nanterre.