

**LA THEORIE DE L'EFFICIENCE DES MARCHES  
FINANCIERS ET L'EMERGENCE DE LA FINANCE  
COMPORTEMENTALE**

**Mr.Omar BOUFAMA**

Université 20 août 1955 SKIKDA, ALGERIE

boufama\_omar@yahoo.fr

**Résumé :**

La plupart des agents économiques opérant sur les marchés financiers expriment un besoin d'analyser les informations qui leur proviennent pour réaliser des profits. Le concept d'efficience est une notion essentielle parmi d'autres, dans l'élaboration des théories économiques et financières qui se rattache à la notion centrale d'information. Dans ce cadre d'analyse, nous trouvons en finance une hypothèse très connue par ces nombreuses applications empiriques à savoir l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés. La remise en cause de l'hypothèse de rationalité des agents, a été l'élément principal qui a conduit au rejet de l'hypothèse de l'efficience informationnelle. C'est à partir d'un certain nombre d'anomalies constatées sur les marchés financiers que la finance comportementale (behavioral finance) est apparue et qui tend à répondre aux nombreuses questions avancées par la finance moderne basée essentiellement sur la théorie d'efficience des marchés.

**Mots clés :** finance comportementale, efficience informationnelle, rationalité, anomalies, marchés financiers.

**ملخص:**

إن أغلب المتعاملين الاقتصاديين الذين ينشطون في هذه الأسواق يعبرون عن حاجتهم في تحليل المعلومات التي يحصلون عليها لتحقيق الأرباح أن مفهوم الكفاءة هو معنى مهم من بين مفاهيم أخرى يدخل في وضع وتحديد النظريات الاقتصادية والمالية التي ترتبط بالمفهوم الرئيسي للمعلومة. ومن خلال تطبيقاتها التاريخية العديدة وهي نظرية الكفاءة. إن إعادة النظر في نظرية عقلانية المتعاملين كان العنصر الأساسي الذي أدى إلى رفض نظرية الكفاءة المعلوماتية. ومن خلال بعض الانحرافات التي تم ملاحظتها في الأسواق المالية ظهرت المالية السلوكية وهي تسعى للإجابة على الأسئلة العديدة التي تندرج تحت ما يسمى بالمالية الحديثة التي تركز أساسا على نظرية كفاءة الأسواق. الكلمات الدالة: المالية السلوكية - كفاءة معلوماتية - عقلانية - انحرافات - أسواق مالية.

## **Introduction**

La théorie financière s'est construite par l'approfondissement de deux aspects essentiels, l'incertitude et l'information, dans une optique de plus en plus appliquée à l'évaluation des firmes ou des produits financiers dérivés. Elle a dégagé les notions de base telles que le risque et le principe d'arbitrage, l'utilité espérée, et le critère espérance-variance.

Elle s'est intéressée aussi à l'information économique et les relations qu'entretienne celle-ci avec les marchés de capitaux. La plupart des agents économiques expriment un besoin d'analyser clairement les informations qui leur parviennent. Il existe aussi derrière la notion d'information de grandes incertitudes concernant le sens même du terme « information ». « L'information est un bien économique ambigu puisqu'on en connaît mal les producteurs, le processus de production, ainsi que l'usage qu'en font les utilisateurs »<sup>1</sup>.

L'information est caractérisée d'objectivité parce qu'elle est constituée souvent d'indicateurs officiels émis par des entreprises, des instituts ou des organismes publics. Elle peut apparaître aussi comme étant subjective, dans la mesure où son importance dépend de son utilisateur, agent ou investisseur.

Les travaux de Eugene Fama (1965, 1970, 1992) ont été axés, principalement, sur la notion de l'information par la proposition de l'hypothèse d'efficience informationnelle des marchés. Cette hypothèse, constitue le socle sur lequel est basée la théorie financière moderne et renvoie à la question de la transparence et de la divulgation des informations utilisées par les investisseurs. Elle suppose que le prix observé sur le marché reflète instantanément toute l'information disponible. Mais la définition donnée par Fama (1965) a suscité quelques interrogations parmi lesquelles, le fait que la notion d'« information » n'est pas clairement définie et par conséquent difficilement mesurable.

Mais ce concept d'efficience des marchés financiers qui constitue le noyau dur de la finance moderne a fait l'objet de nombreuses critiques ces dernières années. Ces critiques ont formé un nouveau courant de recherche en finance nommé « Finance comportementale ».

La multiplication des anomalies boursières découvertes suite au test de l'hypothèse d'efficience a facilité les critiques adressées à la finance classique et visent, essentiellement, à contredire celle-ci et a favorisé l'émergence de plusieurs tentatives d'explications du fonctionnement des marchés.

Les résultats des recherches effectuées en finance comportementale ont fait émerger une approche théorique duale, axée sur la notion d'arbitrage limité et sur l'irrationalité des investisseurs. La finance comportementale a montré que certains investisseurs ne sont pas rationnels. Leurs biais comportementaux les empêchent de calculer la valeur fondamentale des actifs, ce qui peut donner lieu à des écarts entre le prix observé sur le marché et la valeur fondamentale.

Dans ce papier, nous allons aborder en premier lieu, dans la section 2, l'hypothèse d'efficience des marchés qui a été formulée aux Etats-Unis au début des années soixante au sein de la célèbre « Ecole de Chicago ». Ensuite, dans un second point, section 3, nous avons évoqué le concept de l'efficience informationnelle, dans laquelle on a expliqué le modèle du « jeu équitable », ainsi que les différentes formes d'efficience et les approches qui ont découlées de la définition multiple de FAMA sur l'efficience. Enfin, la quatrième section, sera consacrée à l'étude de la finance comportementale, un nouveau courant de recherche en finance qui propose des explications aux nombreuses anomalies constatées sur les marchés financiers.

## **1 - L'hypothèse d'efficience des marchés (HEM)**

La plupart des chercheurs en finance estiment que le cours des titres adopte une marche au hasard ou marche aléatoire ou encore cheminement aléatoire. L'observation de ces mouvements erratiques a abouti à l'élaboration de l'hypothèse dite « marche au hasard – randomwalk) qui stipule que les variations de prix sont imprévisibles et donc, l'étude et l'analyse des titres ne permet en aucun cas de prévoir le comportement futur du marché.

Si le marché est efficient, alors il y aura une juste allocation de l'épargne, C'est le modèle de « Marche au Hasard – RandomWalk ». Le prix des actifs évolue de manière aléatoire:

Ou bien 
$$P_t = P_{t-1} + \mu_t$$
$$P_t - P_{t-1} = \mu_t \quad (\mu_t = \text{aléatoire})$$

La formation des prix est donc aléatoire, et la différence entre le prix actuel ( $P_t$ ) et l'ancien prix ( $P_{t-1}$ ) est égal à ( $\mu_t$ ) :

$u_t$  = écart de prix = écart entre Valeur observée & Valeur anticipée  
= nouvelles informations

La variation des prix peut résulter de ces informations nouvelles. Pour certains, la volatilité résulte donc de l'interprétation de ces informations et donc prouve l'efficience du marché.

L'hypothèse à la base de la finance moderne est sans doute celle de l'efficience des marchés financiers<sup>2</sup>. D'après cette hypothèse les prix reflètent toute l'information disponible, de façon à ce que l'opportunité de réaliser une rentabilité anormale ne peut se faire que lorsque l'investisseur détient une information privée. Ainsi, la question de la transparence informationnelle est devenue primordiale dans le débat sur l'efficience boursière.

Cette définition donnée au concept d'efficience des marchés est appelée efficience informationnelle, celle où le traitement de l'information «**information processing**» est le facteur essentiel. Mais au sens le plus général du terme, on peut admettre qu'un marché efficient est un marché qui réalise d'une manière satisfaisante les objectifs que sont l'allocation optimale des ressources, la juste évaluation des termes de l'échange, et un service d'intermédiation rendu au coût le plus faible.

En plus de l'efficience informationnelle, il existe deux autres formes<sup>3</sup> d'efficience, qui sont:

- **L'efficience allocationnelle**

Elle indique que les marchés sont capables d'orienter les fonds vers les emplois les plus productifs et contribuent de ce fait à un développement satisfaisant de l'activité économique. Ainsi, les prix

sur le marché égalent les taux de rendement marginal des emprunteurs et des prêteurs.

- **L'efficacité opérationnelle**

Elle indique que les intermédiaires financiers mettent en relation, de manière satisfaisante, épargnants et investisseurs ceci au coût le plus faible retirant une juste rémunération de leurs opérations.

Les trois formes d'efficacité générale (allocationnelle, opérationnelle et informationnelle) ne sont pas indépendantes. En effet, le marché ne pourra effectuer une bonne allocation de fonds que si par ailleurs une bonne prise en compte de l'information existe et que les transactions se réalisent aux moindres coûts. L'allocation efficace des fonds ne pourra se faire correctement que si les titres sont évalués de manière juste. L'évaluation des titres doit être basée sur l'«**information**» relative aux entreprises cotées, elle doit être, aussi, disponible à un moment donné.

- **L'efficacité informationnelle**

La théorie des marchés financiers est née au début des années 60 des travaux des pionniers de la finance moderne ; c'est cependant à Eugene FAMA (1965) qu'est attribuée la paternité de la théorie des marchés financiers à cause de son article fondateur dans lequel il postule « qu'un marché financier est dit efficace si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché, est immédiatement intégré dans le prix de cet actif »<sup>4</sup>. Une deuxième définition de FAMA (1970) définit un marché financier efficace comme « un marché où les prix des titres reflètent complètement l'information existante ».

Ainsi sur un marché efficace, dès qu'une information concernant un actif existe le prix de cet actif est instantanément modifié pour incorporer cette information. De ce fait, l'efficacité est appréhendée a priori comme l'aptitude du marché à rétablir l'équilibre ; le marché est alors dit efficace si les prix qui s'y forment constituent des signaux fiables permettant aux

investisseurs de prendre les bonnes décisions d'allocation des ressources.

Pour cela, il faut que les actions soient correctement évaluées en fonction de l'information disponible au temps

La définition de l'efficience a évolué depuis les travaux originels de FAMA, elle est aujourd'hui moins stricte et autorise certaines formes de prédictibilités ; ainsi de l'efficience initiale synonyme de marche au hasard des prix des titres, on a évolué vers une efficience signifiant l'impossibilité d'obtenir un gain substantiel (rentabilité anormale), conformément à la définition de JENSEN (1978) « a market is efficient if prices reflect information to the point where the marginal benefit of acting on information does not exceed the marginal cost »<sup>5</sup>. Ce qui revient à dire: « sont réputés efficaces les marchés sur lesquels les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant de telle manière qu'un investisseur ne peut, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transaction engendrés par cette action ».

### **-Le test de l'hypothèse d'efficience informationnelle**

Le test de l'hypothèse d'efficience informationnelle s'effectue à partir d'un modèle reposant sur ce qu'il est convenu d'appeler un « jeu équitable » ; les implications en sont que le prix qui se forme à un moment donné découle des anticipations de rendement qui peuvent être effectuées par les agents. En conséquence, il n'est pas possible pour un investisseur donné de réaliser des profits différents de ceux que peuvent retirer les autres intervenants sur le marché pour ce même titre.

Ce test peut être effectué en comparant le prix ou le rendement effectif d'un titre avec son prix ou rendement attendu. FAMA, a formalisé le modèle du jeu équitable appliqué à l'efficience du marché ainsi<sup>6</sup> :

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E(\bar{R}_{i,t+1} | \phi_t)$$

Avec :

$Z_{i,t+1}$  : Rendement anormal pour le titre  $i$  à la période  $t + 1$

$R_{i,t+1}$  : Rendement effectif ou observé du titre  $i$  à la période  $t + 1$

$E(\bar{R}_{i,t+1} | \phi_t)$  : Rendement attendu à  $t + 1$  sur la base des informations disponibles en  $t$ , soit anticipation du rendement.

Le modèle indique que le rendement anormal (rentabilité anormale) est égal à la différence entre le rendement effectif de la période  $t + 1$  et le rendement anticipé de la même période (anticipation fondée sur l'ensemble de l'information disponible). Si le jeu est équitable, le rendement anormal doit être égal à 0, ce qui signifie que l'information disponible a effectivement permis de prévoir le prix qui s'est réalisé sur le marché :

$$Z_{i,t+1} = 0$$

Fama, a fait une distinction entre trois éléments suite à la définition qu'il a donnée au concept d'efficience informationnelle en 1965 :

- La notion d'information non encore clairement définie et de ce fait difficilement mesurable.
- La notion de disponibilité de l'information, et notamment sa destination et son coût éventuel.
- La notion de reflet de l'information dans les prix et la vitesse d'ajustement des prix à l'apparition d'une information nouvelle, évoquée dans les définitions de FAMA par la locution « immédiatement ».

### **A-Les trois formes de l'efficience informationnelle**

L'hypothèse du marché efficient dépend non seulement du type et de la source d'information, mais aussi de la qualité et de la rapidité avec laquelle l'information est diffusée aux investisseurs<sup>7</sup>.

La définition proposée par FAMA (1965), selon laquelle un marché est informationnellement efficient si le prix observé sur le marché

reflète pleinement et instantanément toute l'information disponible, prend en compte le contexte informationnel dans son ensemble et est, de ce fait, trop générale pour permettre une quelconque vérification empirique. C'est pourquoi FAMA (1970) propose trois formes d'efficience et fait référence aux flux d'informations auxquels les investisseurs ont recours pour asseoir leurs décisions. Ces trois types de flux d'informations sont :

- 1- Les cours passés uniquement.
- 2- Les cours passés plus toutes les informations publiques.
- 3- Les cours passés et toutes les informations publiques plus l'information privée.

➤ L'efficience au sens faible :

Dans la forme faible de l'efficience, l'ensemble d'information disponible comprend uniquement l'historique des prix. Si le cours suit un cheminement aléatoire, la variation du jour est sans relation avec le jour précédent ni avec celle d'aucun autre jour. Si les nouvelles informations arrivent aléatoirement, les cours varieront aléatoirement.

La majorité des tests visant à appréhender l'efficience faible d'un marché est constituée des tests de marche aléatoire qui ont pour objet de déterminer s'il est possible de prévoir les rentabilités futurs à partir des rentabilités passées.

➤ L'efficience au sens semi-fort :

Cette forme d'efficience comprend non seulement les cours et les volumes antérieurs, comme dans la forme faible, mais aussi toute l'information publique. Elle regroupe toute information concernant l'entreprise, telle que les rapports annuels, les annonces de résultats, les distributions d'actions gratuites, les rumeurs, les offres publiques, etc.

La forme semi-forte, considère qu'on ne peut pas réaliser durablement des rentabilités anormales grâce à l'analyse des informations accessibles au public. La plupart des vérifications empiriques de l'efficience semi-forte ont étudié la variation du cours en réaction à un événement économique ou financier, par l'application de la méthodologie des études d'événements.

Les informations publiques sont fréquemment appelées « news » et l'objet des tests d'études événementielles est de déterminer si les prix intègrent rapidement ces diverses informations publiques

- L'efficience au sens fort :

Cette dernière forme de l'efficience est la plus restrictive puisque l'ensemble d'information comprend, en plus de l'historique des prix et l'information publique, toute information privée. Elle renvoie notamment aux délits d'initiés et à l'étude des performances des investisseurs professionnels.

Cette forme d'efficience, considère qu'aucune information, qu'elle soit publique ou privée, ne permet aux investisseurs de réaliser durablement des rentabilités anormales. Un marché est efficient au sens fort si toute l'information, publique et privée, est pleinement reflétée dans les cours des titres. Bien évidemment, l'efficience au sens fort englobe les deux autres formes d'efficience.

### **B - Les approches de la théorie de l'efficience**

Trois courants de recherche empirique<sup>8</sup> peuvent être distingués présentant les différents tests qui ont été appliqués depuis l'apparition de l'hypothèse d'efficience en 1965 par FAMA :

- Une école dite empirique ou pragmatique.
- Une école plus théorique qui s'appuie sur la théorie des probabilités.
- Une école qui ajoute à la précédente les apports de la théorie des jeux et celle de l'information.

#### 1- L'école empirique :

Il s'agit de vérifier que la relation risque-rentabilité posée par la théorie du portefeuille de Markowitz est vérifiée empiriquement et que les écarts sont explicables par des imperfections de marchés. Cette école, ne postule cependant aucun modèle mathématique complexe de l'efficience. Les grandes voies de recherche concernent spécialement les études d'événements (eventstudies), les mesures de performance et, les tests de stratégies optimales d'investissement sur des fonds eux-mêmes constitués de façon optimale.

#### 2- L'école théorique :

Dans cette école les chercheurs prennent pour hypothèse de base que le comportement des cours suit un certain processus mathématique et relie formellement ces processus aux anticipations des agents. Ce courant de recherche sur l'efficience des marchés débute avec Samuelson (1965) et s'articule essentiellement sur l'analyse des bulles rationnelles et des tests de volatilité excessive.

3- L'école de la théorie des jeux et celle de l'information :

Cette école prend en compte les conditions mêmes de l'équilibre en introduisant les acteurs (teneurs de marché, agents informés et agents non informés). Son analyse est proche à celle de la première école, puisque la valeur de l'information est décomposée entre « **information utile** » et « **bruit** ». Le pionnier de cette analyse est **Grossman**(1976). Elle débouche sur l'analyse des microstructures de marchés.

## **2 –Remise en cause du concept d'efficience des marchés financiers**

De nombreuses études menées depuis une vingtaine d'années présentent des résultats contraires à la théorie de l'efficience des marchés. La multiplication de ces inefficiences, qualifiées d'« anomalies », ont favorisé l'apparition d'une autre voie de recherche appelée « finance comportementale – behavioral finance ». L'importance de ce domaine de recherche a été reconnue par l'attribution du prix Nobel 2002 à Daniel Kahneman, un spécialiste de la finance comportementale dont les travaux sont une synthèse de la psychologie et de l'économie. Depuis, la finance comportementale est reconnue comme une branche majeure de l'économie contemporaine.

L'hypothèse traditionnelle en économie de l'agent économique, individu parfaitement rationnel «Homo Oeconomicus »<sup>9</sup> et disposant de toutes les informations nécessaires pour la prise de décisions, semblait, dans certains cas, parfaitement inadaptée au monde réel. De la même façon, l'hypothèse d'efficience des marchés, qui était à l'origine des principaux travaux en finance à l'époque, semblait battue en brèche par l'existence de bulles qui traduisaient manifestement des comportements non rationnels chez un grand nombre d'opérateurs. L'hypothèse d'efficience des

marchés considère que tous les opérateurs présents sur le marché disposent au même instant des mêmes informations et en tirent des conclusions logiques aboutissant ainsi à l'équilibre des prix de marché.

Par ailleurs, il faut souligner que l'efficacité informationnelle implique des hypothèses fortes. On suppose que les individus sont en mesure d'utiliser l'information de manière optimale en formulant ce que l'on appelle des anticipations rationnelles (MUTH 1961). En effet, on constate qu'un marché ne peut être considéré comme efficace que si les opérateurs sur ce marché ont des **anticipations et un comportement rationnels**.

Remettre en question la notion d'efficacité informationnelle revient donc à jeter un doute sur l'hypothèse d'agents rationnels capables de prendre des décisions qui maximiseront leur utilité. Parmi les hypothèses de base de la théorie d'efficacité des marchés, on trouvera également celle de la rationalité des agents :

- Rationalité des agents
- Absence de coûts de transaction
- Information commune et gratuite
- Atomicité des investisseurs
- Liquidité parfaite

L'émergence des diverses crises ravive de façon continue le débat de l'efficacité informationnelle et l'hypothèse selon laquelle les cours reflètent à tout moment la valeur fondamentale des titres. Les résultats des recherches effectuées en finance comportementale ont fait émerger une approche théorique duale, axée sur la notion d'arbitrage limité et sur l'irrationalité des investisseurs.

Le point de départ de la Finance Comportementale a été de tester la rationalité des agents et les axiomes associés. Les conclusions des psychologues et autres membres de cette discipline ont été les suivantes<sup>10</sup> :

- Les axiomes d'indépendance et de transitivité sont souvent dépassés par des décisions individuelles.
- Les investisseurs ont un comportement moutonnier.
- Les investisseurs ne suivent pas la règle de BAYES.
- Les investisseurs sont sur-confiants.
- Les investisseurs simplifient les choix complexes à l'aide de règles et de raccourcis et raccourcis nommés heuristiques.

L'ensemble de ces constatations ont conduit les chercheurs à rejeter l'hypothèse de rationalité des agents et par conséquent le corollaire de l'efficience informationnelle des marchés financiers. Les principaux biais mis en exergue par la Finance Comportementale pour expliquer les anomalies présentes sur les marchés financiers sont :

- Biais de Familiarité
- Biais de représentativité et effet momentum
- Les biais de conservatisme
- Le biais de confirmation
- L'effet de disposition
- Biais d'optimisme
- Excès de confiance et auto-attribution
- Comportements suiveurs : une explication de l'effet momentum et de la sur-réaction des titres
- Biais de cadrage ou « framingeffect »

### **Les bulles spéculatives**

Parmi les conséquences contrariant le principe d'efficience, on trouve le phénomène des bulles spéculatives. Un des principaux effets observés par les spécialistes est la formation de bulles spéculatives. Une bulle spéculative peut se définir comme l'écart qui existe entre le prix de marché d'une action et le prix qui serait justifié au regard de ses variables déterminants (la valeur fondamentale). Par exemple, dans le cas d'une entreprise dont la capitalisation boursière est estimée, apparemment convenablement, par le marché à cent millions d'euro, une bulle spéculative apparaît si, sans raison spécifique, la capitalisation boursière de la firme

s'élève brusquement à cent cinquante millions puis, quelque temps plus tard, et toujours sans raison apparente, rejoint son niveau d'origine. C'est pourquoi les bulles spéculatives sont totalement contraires à l'hypothèse d'efficacité des marchés qui dit que le prix de l'action doit être égal aux revenus futurs générés par une firme, et donc à la valeur fondamentale. L'existence d'une divergence durable entre le prix d'un titre et sa valeur est donc bien le signe d'une certaine inefficacité des marchés.

La formation de ces bulles est engendrée par deux mécanismes décrits précédemment qui sont le mimétisme et l'autovalidation. Lorsque quelques agents pressentent un accroissement du cours d'un produit financier, ils s'en portent acquéreurs et, la demande faisant pression sur l'offre, leur prévision se réalise (anticipations autoréalisatrices). Désirant participer au mouvement, les autres opérateurs font de même (mimétisme) en provoquant l'explosion du prix du titre concerné. Le processus peut se poursuivre bien au-delà de ce que voudraient les fondamentaux du marché (par exemple, dividendes, taux d'intérêt et situation des entreprises pour les actions). On assiste alors à une divergence entre le prix de l'action qui augmente très fortement et la valeur réelle de l'entreprise qui, elle, continuera de suivre la trajectoire tracée par les données économiques. Ainsi, la formation d'une bulle spéculative vient du fait que les agents économiques ne fondent plus leurs décisions sur leurs anticipations, mais sur le comportement des autres agents.

Les bulles spéculatives sont dangereuses dans la mesure où elles ne reposent pas sur des valeurs réelles de l'économie et qu'elles peuvent éclater à tout moment, diminuant fortement la richesse des investisseurs. De plus, les plus touchés ne seront pas les spéculateurs qui auront investi tôt, puisque à l'origine de la hausse du cours. Ils auront pris soin d'alléger leur position sur les titres concernés. Au contraire, la bulle fera le plus de dégâts chez les investisseurs individuels. En effet, ils reçoivent l'information bien après et réagissent donc avec un temps de retard, achetant leurs titres au moment où les spéculateurs commencent à vendre. Désireux de réaliser un profit, ils « prendront » toute la baisse. La

bulle spéculative ne provoque pas que des méfaits dans la sphère financière. Aux Etats-Unis, 25% du revenu des ménages est d'origine boursière. Il y aura donc une dépendance accrue de la consommation par rapport aux marchés financiers. Voilà un vecteur de propagation des crises vers la sphère réelle, c'est à dire le monde de la production et de l'emploi. Une importante crise boursière aurait pour conséquence une chute de la production et une hausse du chômage.

Il est très difficile de se rendre compte de la naissance d'une de ces bulles. Pour cela, il faut pouvoir connaître les déterminants du prix considéré, ce qui n'est pas toujours évident.

Actuellement, certains économistes s'inquiètent de la présence d'une bulle spéculative sur les marchés américains et en particulier pour les valeurs de l'Internet. Ainsi, le magazine américain Fortune livre les estimations suivantes : prenons le géant cybermédias AOL.

Pour justifier le niveau actuel de l'action, il faudrait que les bénéfices augmentent de 67%, chaque année jusqu'en 2010. Dans le cas de Yahoo, le niveau du cours correspond à une progression de 95% par an. C'est-à-dire que les bénéfices doivent pratiquement doubler, chaque année, durant dix ans. A titre de comparaison, Microsoft a réalisé «à peine» 40% d'augmentation annuelle du bénéfice durant les dix dernières années. L'analyse de cette étude laisse apparaître que des entreprises comme Yahoo ou AOL sont cotées à des niveaux bien plus hauts que ne le laisse penser les fondamentaux qui les caractérisent, notamment le niveau de bénéfices. Faut-il y voir l'existence d'une bulle ou est-ce une des caractéristiques des valeurs de la nouvelle économie ? Les récentes corrections qu'a subies le NASDAQ au printemps 2000 semblent privilégier la première solution.

Au regard de ces chiffres, il paraît étonnant que les autorités régulatrices ne prennent pas de mesures pour tenter de revenir à des niveaux plus proches de la réalité économique. Le grand manitou des marchés américains, à savoir Alan Greenspan directeur de la

banque centrale américaine, aura bien essayé depuis 5 ans de raisonner les acteurs des marchés financiers. Sa formule « l'exubérance irrationnelle des marchés » restera comme le signe de son impuissance. Il semble, en effet, que plusieurs facteurs jouent pour le maintien d'une telle bulle. Frédéric Lordon, dans son ouvrage « *Fonds de pension, pièges à cons ?* », s'est ainsi intéressé aux causes de la dimension de la bulle américaine comme de sa durée exceptionnelle. Il présente l'hypothèse que « l'une des caractéristiques les plus profondes de la bulle est qu'elle a cessé d'être une aberration locale, une dérive transitoire, une parenthèse dans le cours d'une dynamique financière autrement raisonnable, pour devenir un caractère permanent du régime d'accumulation financiarisé ». Ceci voudrait dire que les bulles spéculatives sont devenues une des caractéristiques « normales » des marchés financiers et qu'il devient inutile de chercher à les enrayer. Il pousse plus loin son analyse : « la bulle puise les raisons de son prolongement indéfini dans le fait de répondre à une nécessité fonctionnelle de ce régime d'accumulation... ». A présent, la bulle devient une nécessité. Mais une nécessité pour qui et pourquoi ? En fait, cette forte hausse des cours qu'engendre la bulle va devenir le réservoir qui permet d'atteindre des normes de rentabilité exorbitante. On pense alors à ces fameux 15 % de retour sur fonds propres qu'exigent les gestionnaires de fonds de pension. Pour Lordon, « les fonds de pension contribuent à l'entretien d'une bulle chronique, aussi bien en y déversant leurs liquidités qu'en puisant dans la hausse des cours de quoi satisfaire leurs exigences de rentabilité financière ». Il arrive ainsi à la conclusion que les fonds de pension « nourrissent » la bulle spéculative, ne trouvant plus dans les performances de « l'économie réelle » leurs possibilités de rentabilité. On comprend mieux pourquoi des normes de régulation ne se mettent pas en place. Il est en effet impossible de réduire les exigences de rentabilité et donc de dégonfler la bulle sans déclencher une crise importante.

Toute baisse sérieuse et durable des cours conduit à un effondrement des marchés. La seule solution paraît être la fuite en avant, mais jusqu'à quand et jusqu'à quel niveau ?

On peut penser que dans les années à venir, la finance va connaître de nouveaux « petits » krachs, tels ceux de 1997-1998. Se produiront alors de petits ajustements, dégonflant temporairement la bulle, mais qui ne parviendront pas à signer la mort de ce régime financiarisé. Cependant, si l'on suit toujours le raisonnement de Lordon, l'accumulation de ces « petites crises » va entraîner un cumul de tension qui provoquera sur le long terme une « grande crise ». Cela ressemble fortement à un processus économique et historique qui a frappé l'économie mondiale à la fin des années 30, suite à la crise de 1929.

Elle se déclencha aux États-Unis après une période d'euphorie économique, une forte hausse des valeurs boursières, un crédit facile et abondant facilitant la spéculation. Cette crise majeure se révéla par un krach boursier : chute des cours de 90% en 3 ans, qui mirent 25 ans à retourner à leur niveau. Pour Lordon, la suite de l'histoire est claire, si rien n'est fait, si le marché est livré à lui-même, « le régime d'accumulation financiarisé est voué à disparaître dans les convulsions et dans les ruines ».

### **Exemples :**

Le 17 septembre 1998, le cours relatif à Alcatel, grande société de l'industrie technologique française, chutait de 38.4%. Les explications ont été multiples, mais aucune réelle justification n'a été avancée à propos de cette mémorable chute. A l'origine, Serge Tchuruk annonce que sa société ne pourra tenir ses prévisions ; la sanction ne se fait pas attendre et des ordres massifs de ventes du titre sont enregistrés, et la SBF décide de suspendre le cours tant il y a de ventes. A l'ouverture de la Bourse de New-York, même scénario... Suite à une mauvaise nouvelle, la réaction a été immédiate mais certainement exagérée ; il peut s'agir d'une surréaction amplifiée par un certain mimétisme, les ordres de vente s'enchaînant les uns à la suite des autres. De plus, la veille de l'annonce de la mauvaise nouvelle, le cours d'Alcatel chutait déjà de 5.9% à Paris et de 10% à New-York ; y aurait-il eu délit d'initié, certains investisseurs ayant bénéficié d'informations privilégiées ? L'hypothèse de vente massive de quelques fonds de pensions anglo-saxons détenant une forte part de l'acapitalisation d'Alcatel a

également été avancée, remettant en cause l'atomicité des investisseurs.

Un autre exemple connu est la chute des cours représentant les nouvelles technologies. Au cours du mois d'avril 2000, les cours ont constamment diminué avec une baisse record de 10% le 14 avril 2000. Cette chute correspond à un éclatement de la bulle créée sur les start-up cotées ; en effet, avec le développement d'Internet, les investisseurs ont sans cesse renouvelé leur confiance aux entreprises insérées dans les nouvelles technologies et ont anticipé une situation économique future trop élevée. La bulle n'a cessé de grossir jusqu'au moment où ces sociétés ont dû annoncer des prévisions moindres et où les investisseurs se sont aperçus du trop fort décalage entre la valeur fondamentale et la cotation boursière. Les ventes se sont succédées, créant un réajustement de la valeur des actions par rapport à la valeur réelle des entreprises.

Ces deux exemples expriment bien la remise en cause de l'efficacité des marchés financiers, ceux-ci n'ayant pas toujours un comportement cohérent par rapport à la situation économique réelle. La grande volatilité du marché des actions et les troubles évidents du système financier expriment le manque de stabilité évident d'un tel système en l'état actuel des choses, d'autant plus que les maux financiers affectent la sphère réelle.

### **3 -Une alternative : La finance comportementale**

Les événements des années 10 sur les places financières, précipités par la chute de la banque Lehmann Brothers le 15 Septembre 2008, ont offert l'exemple le plus flagrant des manques de la théorie économique standard. Les mouvements brutaux de hausse et de baisse réalisés ne peuvent être mis en liens avec des anticipations conformes à la Théorie des Marchés Efficaces et de la rationalité des agents.

Dès lors, l'intérêt de la démarche théorique de la Finance Comportementale (ou Behavioral Finance) ne peut être rejeté. En effet, l'introduction de l'aspect psychologique dans l'étude du

comportement et donc dans le processus de prise de décision, apparaît comme un élément essentiel dans toute explication financière impliquant les agents économiques.

Si celle-ci vise à remettre en cause les trois piliers de la Théorie des Marchés Efficients, que sont la maximisation de l'espérance utilité, l'hypothèse des marchés efficients et l'absence d'opportunité d'arbitrage, la Finance Comportementale n'est pas un mouvement unifié. Les différents courants font front différemment devant ces piliers, ne rejetant chacun pas la même partie de théorie économique standard.

Dans un environnement économique incertain, la Behavioral Finance met en évidence, dans le processus de prise de décision des individus, des éléments explicatifs d'une décision finale potentiellement non rationnelle (au sens de la Théorie Economique Standard).

L'élément le plus novateur est l'introduction des biais comportementaux des agents économiques. Ces derniers peuvent être plus ou moins influents dans le processus et plus ou moins utilisables dans une finalité de « battre le marché ». Ils prennent un caractère anecdotique pour certains mouvements calendaires ou sont un vrai effet de fond sur les individus et alors sont potentiellement exploitable par des agents qui les emploieraient à contre-pied.

De ce constat d'une brèche dans l'efficience des marchés est partie l'idée d'une tentative de couplage avec les Fonds de Pension. En effet, ces derniers sont des investisseurs institutionnels majeurs sur les marchés financiers, qui utilisent comme cadre de gestion les préceptes de la Théorie Standard. Malgré un cadre juridique important et restrictif, ils sont soumis à de nombreuses critiques quant à leur fonctionnement.

Aussi, l'intérêt réside dans l'éclairage nouveau que peut apporter cette avancée théorique sur les Fonds de Pension, dans leur fonctionnement comme dans leur mode d'évaluation. En effet, pour

les gestionnaires à qui il a été délégué la gestion des actifs des fonds de pension, le problème se pose face aux limites empiriques de la Théorie Standard puisque ces derniers n'ont pas le cadre cognitif leur permettant de justifier une approche différente de leur décision d'investissement<sup>1</sup>. Appliquant l'adage qu'il vaut mieux perdre avec les autres que gagner seul, les gestionnaires restent alors avec les même processus de décision qu'ils seront à même de justifier lorsque cela leur sera demandé. Dès lors, la Finance Comportementale pourrait jouer ce rôle de cadre cognitif.

Ainsi, dans un premier temps, nous mettrons en avant les éléments fondamentaux des Fonds de Pension, tant au niveau de leur fonctionnement qu'au niveau juridique. Il y sera développé différents points juridiques européens et américains qui encadrent ces investisseurs institutionnels mais également des points de divergence permettant d'établir une typologie de ces derniers. Sur cette base, nous aborderons ensuite la question des principes de la Finance Comportementale pouvant être rapprochés du fonctionnement des Fonds de Pension. En effet, en ayant dégagé le fonctionnement des Fonds de Pension, il aura été possible de mettre en avant les manquements du cadre théorique en présence et ainsi de montrer l'intérêt de la tentative d'introduction de cette théorie nouvelle.

Le premier aspect de l'intérêt de cette combinaison est que les gestionnaires de fonds pourront tirer profit de ce nouveau cadre pour améliorer la répartition au sein de leur portefeuille d'actifs pour une gestion optimale, ayant ainsi conscience des limites du marché et de leur comportement. Le second aspect est que la Finance Comportementale vient comme une justification pour des décideurs d'une démarche alternative. Cette justification est d'autant plus importante que ces derniers se trouvent dans le cadre 'une gestion déléguée et où la justification attendue est de type procédurale (fondée sur la démarche et on sur le résultat obtenu à proprement parlé).

## **Conclusion**

Bien qu'il y ait de nombreuses preuves de l'efficience du marché, un nombre croissant de travaux universitaires ont commencé à jeter le doute sur l'idée que l'hypothèse d'efficience des marchés (HEM) était aussi « vraie » qu'on l'avait cru. Ces travaux mentionnent des anomalies (écarts par rapport aux normes reconnues) dans le rendement des actions. De nombreux chercheurs et praticiens se sont aperçus que les émotions et d'autres éléments subjectifs jouaient un rôle dans les décisions d'investissement. Cet intérêt pour le comportement de l'épargnant a produit un ensemble de recherches que l'on désigne sous le nom de « finance comportementale ».

## **Références :**

---

<sup>1</sup> Philippe Spieser, « **Information économique et marchés financiers** », Edition Economica 2000, pp. 15.

<sup>2</sup>LaajimiSadok (2004) «**Mesure du mimétisme dans les marchés financiers ; étude comparative du NYSE et NASDAQ** » Mémoire du grade de maîtrise en science de la gestion. Université Montréal. In, Rahourachid, <http://www.memoireonline.com/02/09/1969/L'efficience-informationnelle-du-marche-financier-Marocain-L'impact-dun-profit-warning-sur-les-cou.html>

<sup>3</sup>Philippe Spieser, « **Information économique et marchés financiers** », Edition Economica 2000, pp. 244.

<sup>4</sup>P. GILLET « **Efficience des marchés financiers** » ; Economica 1999, pp. 11. InBoujlida A., « **Le comportement psychologique de l'investisseur** », ISCAE Tunis - Maitrise en finance 2005.[http://www.memoireonline.com/11/07/673/m\\_comportement-psychologique-investisseurs2.html](http://www.memoireonline.com/11/07/673/m_comportement-psychologique-investisseurs2.html)

<sup>5</sup> JENSEN M.C., « **Some anomalous evidence regarding market efficiency** », Journal of Financial Economics, n° 6, 1978, p.95-101. In Spieser P., « **Information économique et marchés financiers** », Edition Economica 2000, p.p. 246.

<sup>6</sup>Philippe Spieser, « **Information économique et marchés financiers** », Edition Economica 2000, pp. 245.

<sup>7</sup>Gitman L., Joehnk M. « **Investissement et marchés financiers** », Pearson Education France 2005, pp. 406.

<sup>8</sup>Philippe Spieser, « **Inofrmation économique et marchés financiers** », Edition Economica 2000, p. 247.

<sup>9</sup>Wetzer Clotilde « **La finance comportementale, d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers** », Master II DJCE Juriste d'Affaires, 2008-2009, Université PARIS II PANTHEON ASSAS <http://www.freewebs.com/mja-paris2/MEMOIRES%202009/Wetzer.pdf>

<sup>10</sup>Christophe Barraud, « **Eléments de finance comportementale** », Université Paris Dauphine, p.3. [http://www.dexia-securities.fr/data/files/elements\\_de\\_finance\\_comportementale.pdf](http://www.dexia-securities.fr/data/files/elements_de_finance_comportementale.pdf)

### **Note Bibliographique**

Barraud Christophe, « **Eléments de finance comportementale** », Université Paris Dauphine, [http://www.dexia-securities.fr/data/files/elements\\_de\\_finance\\_comportementale.pdf](http://www.dexia-securities.fr/data/files/elements_de_finance_comportementale.pdf)

Boujlida, A. « Le comportement psychologique de l'investisseur », ISCAE Tunis - Maîtrise en finance 2005, [http://www.memoireonline.com/11/07/673/m\\_comportement-psychologique-investisseurs2.html](http://www.memoireonline.com/11/07/673/m_comportement-psychologique-investisseurs2.html)

Gitman L., Joehnk M. « **Investissement et marchés financiers** », Pearson Education France 2005.

Lardic S., Mignon V. « **L'efficience informationnelle des marchés financiers** », Editions La Découverte, Paris 2006.

Rahoui, R « **L'efficience informationnelle du marche financier Marocain; L'impact d'un profit warning sur les cours boursiers** », Université Hassan 1 Casablanca - Diplôme des EtudesSupérieuresApprofondies 2007, <http://www.memoireonline.com/02/09/1969/Lefficience-informationnelle-du-marche-financier-Marocain-Limpact-dun-profit-warning-sur-les-cou.html>

Spieser,P « **Inofrmation économique et marchés financiers** », Edition Economica 2000.