

LES MARCHÉS FINANCIERS SONT-ILS RATIONNELS ?

André Orléan

De Boeck Supérieur | « Reflets et perspectives de la vie économique »

2004/2 Tome XLIII | pages 35 à 41

ISSN 0034-2971

ISBN 2-8041-4439-9

Article disponible en ligne à l'adresse :

<https://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2004-2-page-35.htm>

Distribution électronique Cairn.info pour De Boeck Supérieur.

© De Boeck Supérieur. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

Les marchés financiers sont-ils rationnels ?

De Boeck Université | *Reflets et perspectives de la vie économique*

2004/2 - Tome XLIII

pages 35 à 41

ISSN 0034-2971

Article disponible en ligne à l'adresse:

<http://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2004-2-page-35.htm>

Pour citer cet article :

"Les marchés financiers sont-ils rationnels ?", *Reflets et perspectives de la vie économique*, 2004/2 Tome XLIII, p. 35-41.

Distribution électronique Cairn.info pour De Boeck Université.

© De Boeck Université. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

Les marchés financiers sont-ils rationnels ?

André ORLÉAN*

Abstract – *Due to the recent stock market crises, many economists have been keeping aloof from the « core » of financial theory, whose main contention is that stock market prices are at any moment the best possible estimate of the « true » value of the issuing firms. Most of those economists have brought forward, in a way or another, the hypothesis that markets suddenly get crazy. This contribution, based on both observation of the recent financial history (the crash of the « New Economy » securities) and results from « experimental economics », and using the complementary concepts of « mimicry » and « convention » to account for « self-referential dynamics », is opening a third way of thinking the efficiency problematic: investors fix their strategy based on the estimates of the other participants, even if they strongly believe they are wrong.*

Key words – *Financial markets, stock market crises, efficient market hypothesis, self-referential dynamics.*

1. LES FAITS

Au cours de la dernière décennie, les marchés boursiers internationaux ont connu des évolutions d'une ampleur exceptionnelle. Le pic qu'ils ont atteint au début de l'année 2000 est d'une grandeur bien supérieure au précédent record d'octobre 1929. Pour en juger, on peut considérer l'évolution, de 1881 à nos jours, du cours des actions américaines rapporté aux bénéfices effectivement réalisés par les entreprises cotées au cours des dix années précédentes (source : R. Shiller). Il apparaît que, jamais auparavant, les actions américaines n'avaient été autant surévaluées, le ratio ainsi calculé ayant dépassé 40 en mars 2000, contre un pic de 32 en 1929. Même aujourd'hui, après trois années consécutives de baisse, ce rapport demeure supérieur à sa moyenne historique qui, calculée sur la très longue période, est proche de 15. Il faut, pourtant, souligner que cette série ne présente qu'une image fortement atténuée de la fièvre spéculative dans la mesure où elle retient comme indicateur du niveau des cours boursiers, un indice très large, représentatif de

* André ORLÉAN est directeur de recherche au CNRS-CEPREMAP et professeur à l'Université de Paris 10 - Nanterre. La présente contribution a été publiée dans la revue *La recherche* (n° 364, mai 2003). Elle est reproduite avec l'aimable autorisation de l'éditeur.

l'ensemble de l'économie américaine (indice S & P 500). Si l'on s'était intéressé plus spécifiquement aux entreprises de la Nouvelle Économie¹, on aurait observé une hausse des cours de loin bien supérieure. Notons, par ailleurs, que, dans le cas de la Nouvelle Économie, chercher à mesurer le rapport du cours boursier aux bénéfices effectivement réalisés est une tâche souvent impossible puisqu'un grand nombre des firmes de ce secteur furent systématiquement déficitaires !

Aussi informative que soit cette approche globale, ce n'est qu'en considérant au cas par cas la manière dont la bourse a analysé telle ou telle situation spécifique qu'on prend véritablement toute la mesure des dysfonctionnements qu'a connus cette période. Considérons le marché du jouet au détail, dominé au début des années 90 par la très ancienne et vénérable entreprise Toys « R » Us. Cette domination est brutalement contestée par la toute jeune entreprise eToys, créée en 1997, qui mise sur le développement du commerce en ligne pour arriver à ses fins. Si l'on compare objectivement ces deux entreprises, on observe, d'un côté, une entreprise forte d'un savoir-faire et d'une expérience indéniables, réalisant en 1998 un chiffre d'affaires de plus de 11 milliards de dollars dans 1156 magasins pour un profit de 376 millions de dollars et, de l'autre côté, une entreprise sans expérience dont le chiffre d'affaires, cette même année, se monte à 30 millions de dollars pour une perte de 28 millions. Autrement dit, eToys représente l'équivalent financier de trois magasins de Toys « R » Us et fait des pertes quand son concurrent fait des profits. En dépit de ces données, à la fin de l'année 1999, eToys était évalué en bourse 1/3 de plus que le géant américain du jouet ! Pour que le marché estime de manière aussi surprenante la valeur de ces deux firmes, il faut non seulement qu'il considère que l'avenir de l'économie est tout entier contenu dans le commerce électronique mais également que les anciennes firmes seront incapables de s'adapter à cette nouvelle donne. Les années suivantes prouvèrent que ces deux jugements étaient également erronés. eToys se déclara en faillite en mars 2001, son action ne valant plus que quelques cents, alors même que Toys « R » Us s'allia à Amazon pour développer avec succès son commerce en ligne. Cette histoire n'est en rien isolée. La croyance exacerbée dans les prodiges de la Nouvelle Économie a fait perdre aux investisseurs leur capacité d'analyser sereinement les situations des entreprises.

2. LES MARCHÉS FINANCIERS SONT-ILS RATIONNELS ?

Les marchés financiers n'ont donc pas su, durant cette période, évaluer correctement les rentabilités futures des différents secteurs. Ils ont fortement surestimé les capacités de développement à moyen terme du commerce électronique. On désigne par le terme de « bulles spéculatives » de telles situations où le cours observé

1 La Nouvelle Économie : au sens étroit, les industries de l'information et de la communication, ce qui inclut les filières de l'informatique, des télécommunications et de la diffusion audiovisuelle ; au sens large, le nouveau régime de croissance macroéconomique supposé résulter de la diffusion à l'ensemble de l'économie des innovations impulsées par la révolution informatique.

s'écarter durablement de la valeur réelle des entreprises, encore appelée « valeur fondamentale² ». Cette bulle a eu des conséquences néfastes sous la forme d'un surinvestissement important dans les secteurs de la Nouvelle Économie, accompagné, le plus souvent, d'un surendettement pour le financer. Ce constat empirique met à mal la théorie financière orthodoxe qui défend, quant à elle, l'idée qu'à tout instant, les marchés boursiers forment la meilleure estimation possible des firmes compte tenu des informations disponibles, ce qu'on appelle l'hypothèse d'efficacité informationnelle des marchés. La comparaison entre Toys « R » Us et eToys montre, au contraire, que les marchés n'ont pas su évaluer correctement les possibilités de développement de ces deux firmes alors même que les informations étaient disponibles. Comment expliquer cette inefficience ?

L'hypothèse la plus communément retenue par le grand public et les médias met en avant la folie collective qui serait venue perturber fortement la capacité des investisseurs à estimer correctement les bénéfices futurs des entreprises et, en conséquence, leur valeur fondamentale. Cette approche me semble insuffisante parce qu'elle conserve du modèle orthodoxe l'idée centrale que les opérateurs de marché se détermineraient à partir de leur estimation de la valeur fondamentale. Il faut, selon nous, abandonner cette conception de la rationalité financière. Sur un marché, les acteurs ne se déterminent pas en fonction de leur estimation de la valeur fondamentale, mais en fonction de l'évolution attendue des cours. Aussi, le regard des opérateurs n'est-il pas tourné vers l'économie réelle, mais vers le marché lui-même pour en prévoir les prochains mouvements d'opinion. Cette rationalité fortement interactive est soucieuse au premier chef de savoir ce que les autres vont faire. Ce qui conduit les agents à acheter ou vendre dépend étroitement de ce qu'ils pensent que les autres feront. Le rôle du mimétisme y est alors essentiel. Comme nous le verrons, dans ce cadre de pensée, il peut y avoir des bulles sans irrationalité de la part des agents. Elles résultent d'une croyance généralisée dans la hausse future des cours.

3. UNE BULLE RATIONNELLE SANS CROYANCE : L'APPORT DE L'ÉCONOMIE EXPÉRIMENTALE

Pour faire comprendre cette approche originale, il est intéressant de considérer les résultats qu'a obtenus l'économie expérimentale. Rappelons que cette branche de l'économie a été récompensée en 2002 en la personne de Vernon Smith qui a reçu le prix Nobel (co-lauréat avec Daniel Kahneman). L'économie expérimentale se donne pour but de tester empiriquement les théories économiques en construisant des protocoles expérimentaux visant à reproduire en laboratoire les situations qu'étudient ces théories. Ainsi, ont été construits des marchés financiers artificiels au sein desquels des individus volontaires échangent monnaie et titres selon un système d'enchères proche de la réalité. Dans les expériences qui nous intéressent, le titre échangé est une action donnant droit à des dividendes dont la loi de probabilité est précisée et connue de tous. Les transactions durent N périodes au

² Valeur actualisée des dividendes Futurs.

terme desquelles le titre est racheté par l'expérimentateur à un prix annoncé publiquement au début du jeu. Sous de telles hypothèses, il est aisé pour les participants de calculer la valeur fondamentale du titre, à savoir sa valeur finale de rachat augmentée du flux moyen des dividendes durant toutes les périodes restant à jouer. Considérons plus spécifiquement une expérience réalisée par Charles Noussair, Stéphane Robin et Bernard Ruffieux (2001) dans laquelle le dividende distribué à chaque période est une valeur aléatoire de moyenne 0 et où le titre est racheté en fin de période au prix de 360. Dans ces circonstances, la valeur fondamentale du titre peut être aisément calculée par les agents : elle est, à tous instants, constante, égale à 360. Sous des conditions aussi restrictives, on aurait pu penser que le prix observé allait être égal à 360 durant toute la durée de l'expérience. Il n'en fut rien. En fait, on observe un prix au départ hésitant, aux alentours de 360, puis un vigoureux mouvement haussier conduisant à un palier et culminant à 427, suivi d'une baisse brutale lorsque la fin du jeu n'est plus éloignée que de deux ou trois périodes. Autrement dit, une bulle spéculative haussière suivie d'un krach. Ce résultat inattendu est très robuste. Il a été testé et confirmé par de nombreuses équipes de chercheurs en faisant varier les différents paramètres expérimentaux.

Or, le point qui nous intéresse et qu'il faut souligner est qu'en aucune manière, cette bulle ne peut être imputée à une folie soudaine conduisant les joueurs à modifier irrationnellement leur estimation de la valeur fondamentale. Tout au long du jeu, les individus savent parfaitement que la valeur fondamentale du titre est constante et vaut 360. Mais alors comment, dans un tel contexte, une bulle peut-elle néanmoins se former alors même que chacun sait que la valeur fondamentale est de 360 ? Telle est l'énigme qu'il nous faut résoudre. La raison centrale est, selon nous, la suivante. Un individu est rationnellement amené à acquérir le titre à un prix supérieur à sa valeur fondamentale dès lors qu'il pense que d'autres sont prêts à l'acquérir à un prix encore supérieur dans le futur. Cela ne suppose nullement que ces autres soient irrationnels mais qu'eux-mêmes pensent qu'ils trouveront d'autres encore à qui vendre le titre avant la fin du jeu à un prix supérieur. On reconnaît dans cette logique d'interactions la logique de ces jeux de société du type chaises musicales où il s'agit de ne pas être le dernier. Déjà en 1936, Keynes dans l'analyse magistrale des marchés financiers qu'il propose au chapitre 12 de la *Théorie générale* souligne, à juste titre, cette homologie. Il écrit : « Il s'agit, peut-on dire, d'une partie de chemin de fer, de vieux garçon ou de chaises musicales, divertissement où le gagnant est celui qui passe la main ni trop tôt, ni trop tard, qui cède le vieux garçon à son voisin avant la fin du jeu ou qui se procure une chaise lorsque la musique s'arrête » (Keynes, 168). On pourrait faire valoir que lorsque le prix a beaucoup augmenté, il devient plus difficile pour chacun de croire que d'autres vont racheter le titre à un prix encore plus élevé puisqu'on est déjà très loin de la valeur fondamentale. Notons que cela n'est pas nécessairement exact. Si, en effet, l'écart grandissant entre le prix réalisé et la valeur fondamentale accroît le risque d'un achat, simultanément, le fait d'avoir déjà atteint une valeur élevée prouve à l'acheteur potentiel que le groupe est prêt à s'éloigner fortement de la valeur fondamentale. Néanmoins, dans le cadre de l'expérience précédente qui diffère sur ce point notablement des marchés réels, le fait de se rapprocher de la date finale rend beaucoup plus risqué ce pari dans la mesure où il ne reste que très peu

de périodes pour revendre le titre. Lorsque chacun prend conscience du danger et cherche à vendre, on assiste à la chute brutale du prix.

4. L'HYPOTHÈSE AUTORÉFÉRENTIELLE

Il ressort de cette expérience que, sur un marché financier, chacun se détermine, non pas à partir de son estimation de la valeur fondamentale, mais à partir de ce qu'il pense que les autres vont faire. C'est l'anticipation de l'évolution des cours qui détermine l'action des investisseurs. On parlera de « rationalité autoréférentielle » pour désigner cette forme spécifique de rationalité tournée exclusivement vers les opinions des autres. Le rôle de la rationalité autoréférentielle est bien connu des praticiens de la finance comme le suggère l'un d'entre eux, Pierre Balley dans son ouvrage *La Bourse : mythes et réalités* : « Peu importe la qualité du raisonnement s'il doit être démenti par la Bourse, c'est-à-dire par l'opinion collective qui y prédomine. Pas plus qu'un homme politique, le gestionnaire ou l'analyste ne peut avoir raison contre l'opinion majoritaire de ses électeurs : c'est le marché qui vote. C'est pourquoi il importe, au-delà de l'étude des entreprises, de prendre conscience des courants d'opinion qui peuvent agiter la Bourse ».

Comme le montre l'expérience précédente, il est même possible d'observer une bulle alors même que tous les agents connaissent parfaitement la valeur fondamentale. Il en est ainsi parce que, même si chacun connaît cette valeur, pour autant il ne peut être sûr que les autres la connaissent également et la suivent. Or, ce qui compte pour un acteur est de savoir ce que le marché fera. Une telle configuration peut paraître hautement improbable et réservée aux expériences de laboratoire. Il n'en est rien comme l'illustre la déclaration suivante faite par un cambiste en septembre 2000 au moment de la grande chute de l'euro. « L'opérateur que je suis a beau croire à une appréciation de l'euro, il ne fait pas le poids lorsqu'il constate qu'un peu partout les positions des autres intervenants sur le marché des changes sont à la vente de l'euro. Je ne fais pas forcément ce que je crois intimement, mais plutôt ce que je crois que fera globalement le marché qui *in fine* l'emportera. Le travail de l'opérateur est de tenter d'évaluer au plus juste le sentiment du marché des devises³. » Ainsi, un cambiste peut parfaitement savoir qu'une monnaie est sous-évaluée au regard de l'analyse fondamentaliste et pourtant continuer à la vendre. En effet, ce qui compte pour lui lorsqu'il intervient sur le marché n'est pas ce qu'il pense être la « vraie valeur » de la monnaie, autant qu'il en peut juger, mais ce qu'il anticipe que le marché va faire. Sur un marché financier, on fait du profit quand on réussit à prévoir l'évolution de l'opinion du groupe. Telle est la règle du jeu. On ne demande pas aux agents de découvrir la vraie valeur.

3 *Libération*, 8 septembre 2000, p. 24.

5. CONCLUSION : MIMÉTISME ET CONVENTION

Il découle de cette analyse que le prix qui se forme sur un marché n'a aucune raison d'être un bon estimateur de la valeur fondamentale comme le défend la théorie orthodoxe de l'efficience, et cela même dans les cas rares où l'on peut aisément déterminer quelle est cette valeur. À tout moment, le prix ne fait qu'exprimer la manière dont les agents se représentent l'opinion du marché et ses évolutions futures. Cette approche dessine une communauté financière anxieuse, interrogeant toutes les hypothèses et toutes les rumeurs pour déterminer celles susceptibles d'obtenir l'assentiment du marché. Ce processus dégénère fréquemment en polarisations mimétiques sporadiques lorsque tel ou tel événement, en rapport ou non avec les fondamentaux, est sélectionné simultanément par un grand nombre d'acteurs. Le krach de 1987 est, à cet égard, emblématique puisqu'on y observe la plus grande baisse qu'ait jamais connue la bourse américaine (-22,6%) sans qu'il soit possible de la relier à un quelconque événement économique pouvant la justifier. Cette instabilité mimétique se trouve durablement réduite et encadrée lorsqu'émerge un modèle d'évaluation reconnu par tous comme légitime, ce qu'on appellera une convention, comme, par exemple, celle portant sur la Nouvelle Économie. Dans ces conditions, le mimétisme décroît. Un grand nombre d'acteurs se fient à la convention et investissent en conséquence. Tant que les évolutions économiques constatées sont conformes à la convention, celle-ci perdure. Lorsque des anomalies s'accumulent, l'incertitude renaît et le mimétisme se fait à nouveau sentir.

En résumé, mimétisme et convention sont les deux formes que prend la dynamique autoréférentielle. Cette analyse hétérodoxe est très éloignée de la théorie de l'efficience en ce qu'elle soutient que les cours boursiers ne sont pas nécessairement des estimations pertinentes de la valeur fondamentale. Pour autant, l'écart à la valeur fondamentale n'y est pas analysé comme le produit de l'irrationalité des investisseurs. Tout au contraire, il est, selon nous, dans la nature de la logique financière de produire de tels écarts, ce qui permet de comprendre pourquoi l'on observe la répétition systématique de ces épisodes tout au long de l'histoire financière.

RÉFÉRENCES

- BALLEY, P. (1987), *La Bourse : mythes et réalités*, Paris, PUF.
- BOYER, R. (2002), *La croissance, début de siècle*, Paris, Albin Michel.
- Cercle des économistes (2002), *Les marchés financiers sont-ils rationnels ?*, Paris, Descartes & Cie.
- KEYNES, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Petite Bibliothèque Payot, 1971.
- NOUSSAIR, C., St. ROBIN et B. RUFFIEUX (2001), « Prices bubbles in laboratory asset markets with constant fundamental values », *Experimental Economics*, Vol. 4, N° 1, June, pp. 87-105.

ORLÉAN, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

SHILLER, R. (2000), *Irrational exuberance*, New York, Broadway Books.