

LES MARCHÉS FINANCIERS SERAIENT-ILS GOUVERNÉS PAR LES ÉMOTIONS ?

Nasser BOUYAHIAOUI

*Maitre de conférences, Université Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou
et*

Sofiane HAMMI

Magistère, Université Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou

Résumé L'objet premier de cet article est de mettre en exergue un certain nombre de phénomènes troublants qui caractérisent les marchés financiers en général et les bourses de valeurs mobilières en particulier. En effet, excès de confiance, mimétisme et autres émotions sont le lot quotidien des investisseurs présents sur ces marchés. Un grand nombre d'études confortées par des observations empiriques ont attesté de l'existence de ces anomalies psychologiques, lesquelles ont tendance à altérer les décisions d'allocation que prennent les investisseurs opérant sur les marchés financiers.

La généralisation de ces phénomènes à différents types de marchés, aussi bien domestiques que mondiaux, peut générer des situations d'extrême tension pouvant produire des instabilités financières qui peuvent provoquer, le cas échéant des Krachs.

Mots Clés : Anomalies, Biais, bulles spéculatives, efficience des marchés financiers, émotions, excès de confiance, krachs.

Introduction

L'univers des marchés financiers, a connu ces trente dernières années de profondes mutations, qui ont totalement remodelé la structure de ces derniers, ce qui a eu pour conséquence de décupler, à la fois, le nombre de transactions et le montant des capitaux échangés sur ces marchés. Ces bouleversements ont également accentué un certain nombre d'évènements, qu'il ne faut surtout pas se hasarder à qualifier d'épiphénomènes.

Essayant de se substituer au paradigme dominant de l'efficience des marchés financiers qui considérait les marchés comme des lieux où règnent l'objectivité et la rationalité la plus totale, la théorie de la finance comportementale était déconsidérée, et ce, depuis le premier article qui lui été consacré en 1979. Elle n'a cependant plus lieu de l'être, car la communauté scientifique a officiellement reconnu les mérites de cette théorie en attribuant, en 2002 le prix Nobel d'économie à Daniel Kahneman pour son travail de pionnier qui intègre à l'économie des aspects de la psychologie.

De nombreuses études académiques, portant sur les marchés financiers, approuvées par des observations empiriques, ont mis à jour des phénomènes et des pratiques – imputés à la fois, à des individus opérants sur ces marchés, qu'au marché lui-même dans son ensemble – en totale contradiction avec les modèles économiques classiques qui se basent sur le postulat que les individus tentent rationnellement de maximiser leurs gains et de minimiser les risques.

Ces phénomènes sont potentiellement dangereux dans la mesure où, ils sont susceptibles de rompre l'harmonie et la stabilité des marchés financiers, d'autant plus que ces derniers sont devenus présentement le centre névralgique de toutes les transactions financières mondiales. Il s'est avéré que les décisions prises sur les marchés par les investisseurs, n'étaient pas toujours le résultat de jugements logiques et bien réfléchis, mais obéissaient quelque fois à des « pulsions » et autres croyances intimement liées à leur état d'esprit et aux émotions qu'ils éprouvent au moment de la prise de leurs décisions d'investissement. Les marchés sont également considérés par les théoriciens de la finance comportementale comme souffrants de comportements grégaires et de raisonnements collectifs. Dans ce domaine où règne la psychologie collective, la méfiance et la confiance sont contagieuses et tendent à s'entretenir d'elles mêmes. (Shiller 2000) a mis en évidence le caractère irrationnel des marchés financiers ainsi que celui des acteurs qui y investissent. Cette irrationalité est suscitée par le fait que l'individu qui investit en bourse est doté de capacités cognitives limitées, il est de ce fait susceptible de se tromper. Certains *hedge funds*, ont décelé l'existence de telles anomalies sur différents marchés ; ces anomalies sont, à cet effet, prises en compte et intégrées dans les algorithmes qu'ils développent et qui sont à la base des stratégies d'investissement

alternatives qu'ils mènent, contribuant eux-mêmes à l'amplification et à la réplication de comportements irrationnels, principalement en situation de fortes tensions financières. Comme se fut le cas pour le célèbre fonds LTCM¹.

Nous avons voulu, dans un souci de lisibilité, segmenter le présent article en deux volets, dans le premier nous mettrons en relief l'implication de certains effets psychologiques, tels que l'excès de confiance et l'effet de disposition sur la prise de décisions des individus présents au niveau des marchés financiers. Dans le second, nous tenterons de cerner les retombées de ces anomalies sur ces mêmes marchés, à travers, le phénomène des bulles spéculatives qui s'avèrent être un fait annonciateur de l'éminence d'une déroute financière connue sous le vocable de krach.

1. Émotions et biais cognitifs sur les décisions de placements

Darwin fut l'un des premiers à s'être intéressé, au milieu du XVII^e siècle, à l'étude des émotions, il décrivait, à travers sa vision évolutionniste, l'émotion comme quelque chose d'indispensable à la survie des espèces. L'émotion est également définie comme étant *une résonnance affective, psychologique et comportementale sensible à l'existence d'un écart entre, ce que l'individu perçoit, pense ou imagine relativement à une situation ou un état donné et la réalité concrète de cet état ou de cette situation* (Petit, 2007, p.3) (cet auteur est présent en bibliographie). L'émotion surgit lorsqu'il existe un décalage, un différentiel, entre les croyances de l'individu et la réalité, ces croyances reposent sur une forme propositionnelle « je pense que » et portent sur (1) l'environnement de l'agent, (2) ce qu'il est et, enfin, (3) ce que sont les autres, en particulier leurs motivations et leurs intensions. Hirshleifer, pense que les émotions jouent probablement un rôle dans les effets liés au temps et à l'aversion pour le risque, elles sont également présentes dans la majorité voire la totalité des biais de nature psychologiques, quoique ces biais ont à l'origine une base émotionnelle.

Pour mieux appréhender le processus émotionnel de l'individu opérant sur un marché boursier, nous partons de l'hypothèse que ce

¹ The President's Working Group on Financial Markets, "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management", *Report*, April, 1999.

dernier est doté d'une mémoire émotionnelle d'origine corporelle. De ce fait, toute décision que l'individu sera appelé à prendre est le résultat d'une interaction entre la sphère cognitive et la sphère émotionnelle, ce rapport entre les deux sphères a pour effet la création d'une distorsion entre la réalité et ce que l'individu croit.

1.1. Effet de disposition

Un certain nombre d'études mettent en évidence un biais comportemental qui touche la majorité des investisseurs individuels et qui n'est pas sans conséquences sur la gestion de leurs portefeuilles. Ce biais est appelé effet de disposition. Shefrin et Statman ont mis en évidence en 1985 une attitude qui consiste pour les investisseurs à être disposé à vendre les titres gagnants (qu'ils possèdent en portefeuille) et à conserver les titres perdants pour une période plus longue en espérant un rendement supérieur la période suivante. Cet effet touche en grande partie les investisseurs qui vendent au comptant plutôt que ceux vendant à découvert (Mangot, 2006, p.89) (cet auteur est présent en bibliographie). Ce comportement est dû, selon Shefrin, au fait que les investisseurs sont réticents à la concrétisation d'une perte dans la mesure où celle-ci fournit un élément de preuve que leur décision initiale était erronée. Leur réticence sera amplifiée par le fait qu'en vendant l'actif, ils sont amenés à admettre cette erreur de jugement vis-à-vis des autres. Retarder la vente est donc une stratégie qui permet temporairement d'éviter la sensation désagréable liée au regret (Mangot, 2006, p.87) (idem. cet auteur est présent en bibliographie). Les effets de ce biais sur la performance des portefeuilles est incontestable, comme l'attestent des études menées sur différentes populations, (Odean, 1988), (Shu et al. 2004), (Locke et Mann 2004), (Gravey et Murphy 2004)² s'accordent à dire que les investisseurs les plus performants sont ceux qui gardent les titres gagnants et vendent ceux qui sont en perte, autrement dit, ceux qui ne sont pas sujet à l'effet de disposition.

1.2. Excès de confiance

Il existe également un biais comportemental unanimement admis par la majorité de la communauté scientifique, il s'agit de l'excès de

² In, Broihanne .M-H, Merli. M et Roger. P. (2004), *Finance comportementale*, Paris, Economica. P 41.

confiance. Un tel consensus autour de cette anomalie comportementale est largement suscité par le fait que de nombreuses études empiriques l'ont validé. Il n'est pas aisé de confondre l'excès de confiance sur les marchés, il est toutefois possible d'identifier ses effets. L'excès de confiance fait que les investisseurs croient comprendre le marché et être capable d'anticiper les fluctuations de court terme, y compris dans des circonstances extrêmes (lors de crises par exemple). Cette croyance sur laquelle se basent les investisseurs n'est ancrée à aucun élément objectif. En effet, Shiller a envoyé, au lendemain du Krach boursier de 1987, à plusieurs centaines d'investisseurs individuels et institutionnels un questionnaire pour analyser le comportement et le degré de confiance qu'avaient ces derniers dans leurs décisions d'allocation financière au moment du krach ; 29 % des investisseurs ont répondu qu'ils pensaient, le jour du krach, savoir quand le marché va se consolider. Ils étaient bien entendu en tort, mais le plus captivant c'est que cet excès de confiance ne provenait pas de connaissances particulières ou de considérations logiques et/ou rationnelles, mais plutôt de «quelque chose» relevant de l'intuition. Ces excès de confiance provoquent une hétérogénéité des croyances entre les investisseurs présents sur le marché, car les agents sur-confiants sont le plus souvent indisposés à écouter l'opinion d'autres investisseurs, quand bien même que ces informations véhiculées sont efficaces et rationnelles dans la mesure où elles sont confortées par les prix des titres financiers échangés sur le marché.

1.3. Irrationalité des intervenants sur les marchés

Les investisseurs intervenant sur les marchés financiers adoptent le plus souvent des comportements, qui en plus de ceux cités précédemment, ont tendance à provoquer, sinon à exacerber les mouvements de fonds, les rendant erratiques, augmentant de la sorte la volatilité et l'instabilité des marchés. Le mimétisme et les comportements moutonniers semblent être les principales raisons de la frénésie et de l'irrationalité qui touchent à une fréquence de plus en plus élevée les marchés financiers. Le dénominateur commun à ces phénomènes est d'une évidente clarté, du moins pour les lecteurs avertis, il s'agit de l'asymétrie informationnelle.

1.3.1. Asymétrie informationnelle sur les décisions d'investissement

Une très importante littérature a été consacrée au phénomène de l'asymétrie informationnelle présente au niveau des marchés financiers. Ces travaux scientifiques ont classifié les intervenants en bourse en fonction de leur degré d'information, en trois catégories. La première est bien informée, la seconde catégorie d'investisseurs est non-informée mais rationnelle, quant à la troisième, elle est composée d'agents nommés bruiteurs qui, en plus d'être non informée, est totalement irrationnelle. Supposons que la proportion des agents informés sur le marché soit égale à λ , l'information qu'ils perçoivent est noté θ , y symbolise le rendement futur de l'actif risqué, ε est un aléa qui brouille l'information perçue, on supposera que cet aléa suit une loi normale, μ est le degré d'aversion pour le risque des agents informés. Nous avons alors, $y = \theta + \varepsilon$. Ces investisseurs ont le choix entre un actif risqué (qui peut être par exemple, une action mal cotée) dont le rendement est noté y et un autre actif non risqué de rendement r (par exemple, une obligation d'État notée AAA). Lorsqu'il y a davantage d'agents informés sur le marché la proportion des agents non informés est réduite. Puisque les agents informés connaissent θ , et que ε est de moyenne nulle, nous aurons l'expression suivante :

$$E(y|\theta) = E(\theta + \varepsilon|\theta) = \theta; \quad \text{Var}(y|\theta) = 0$$

Les investisseurs rationnels non informés représentent $1 - \lambda$, ces derniers ne perçoivent pas θ , leur attention est alors focalisée sur le prix d'équilibre p . Ils espèrent, en effet, qu'en observant ce prix d'équilibre, ils pourront détecter la valeur de l'information θ , autrement dit, à savoir s'ils doivent vendre, acheter ou conserver des titres financiers. Ces investisseurs non informés prennent donc une décision similaire mais en se contentant d'observer uniquement le prix d'équilibre, d'où la conditionnalité de leurs espérances mathématique et de leurs variances par rapport au prix p . Leur demande en actifs risqués s'accroît pour donner :

$$\frac{1 + E(y|p) - p(1 + r)}{2\mu \text{Var}(y|p)}$$

La troisième catégorie est qualifiée, comme nous l'avons dit plus haut, de bruiteurs. Ces derniers jouent, bien malgré eux, un rôle prépondérant en parasitant l'information θ qui provient indirectement des agents informés. Lorsque les agents informés sont en nombre réduit sur le marché, les bruiteurs empêchent les agents rationnels non informés de soutirer la moindre information des prix qui se forment sur le marché, car les bruiteurs brouillent totalement l'information, et inversement si le nombre d'informés est proche de 1, les agents de seconde catégorie peuvent avoir l'information θ car les bruiteurs auront disparu. Cet exemple montre que le lien entre qualité et quantité d'information et la volatilité des prix qu'elle engendre peut être complexe (Artus, 1995, p.36).

1.3.2. Mimétisme et comportements moutonniers

Les comportements mimétiques apparaissent sur les marchés financiers quand des investisseurs et des opérateurs de marché se limitent à dupliquer les agissements d'un ou de plusieurs opérateurs qu'ils jugent mieux informés, ces derniers prennent donc simultanément des décisions similaires (d'achat ou de vente), ce qui est source de déséquilibre. On peut donc comprendre que de tels comportements se fondant sur la contagion des opinions est source de fortes volatilités.

Certains managers de portefeuille et de fonds d'investissement, ont tendance à suivre leurs concurrents et à mimer leurs agissements. Pour mesurer ce phénomène de « suivisme » on utilise le plus souvent l'approche dite de : Lakonishok, Sheleifer et Vishny (LSV). Ces derniers définissent et mesurent le suivisme comme la tendance moyenne des gérants à excessivement acheter ou vendre les mêmes titres au même moment par rapport à ce qui serait attendu s'ils prenaient des positions indépendantes (Mangot, 2006, p.143). Grinblatt, Titman et Wermers (GTW) ont effectué une étude en 1959 sur le suivisme des gérants de fonds de pension et ont obtenu que 2,5 % de fonds en trop qui négocient les titres au même moment par rapport à ce qui est attendu. Ils ont également établi que ces fonds sont plus enclins à adopter une démarche de suiveurs quand il s'agit d'acheter des titres en hausse plutôt que des titres dont la tendance est baissière.

Après cette mise en revue des principales anomalies caractérisant les investisseurs individuels activant sur les marchés financiers, nous allons arborer, dans ce qui suit, les comportements agrégés des marchés, qui se trouvent être l'agrégation de tous les comportements individuels.

2. Comportement anormal des marchés et fin du mythe des marchés efficients

Nous avons choisi d'aborder le thème de l'inefficience des marchés pour montrer que l'existence d'un marché pur et parfait où tous les agents cherchent à maximiser leur utilité, n'est pas toujours vérifié, et que la réalité des marchés est tout-à-fait différente et surtout beaucoup plus complexe qu'il n'y paraît. L'efficience des marchés financiers est une théorie qui a vu le jour au sein de la prestigieuse école de Chicago au début des années soixante, à travers les articles publiés en 1965 par Eugène Fama. Cette hypothèse représente un cadre théorique se basant sur un formalisme élégant et rigoureux permettant d'explicitier les réalités qui sous-tendent les dynamiques des marchés financiers. La formulation traditionnelle de la théorie d'efficience des marchés financiers a été réalisée par Fama (1970). Soit Φ l'information disponible au temps t qui permettra d'estimer la valeur $P_{j,t+1}$ du titre j à la période $t+1$. $E(X)$ représente l'espérance mathématique de la variable aléatoire X et R_j représente la rentabilité ou le rendement du titre j . En supposant que nous possédons un modèle d'équilibre du marché du type MEDAF qui nous permettra de déterminer le taux de rentabilité espéré du titre j à la période $t+1$, nous aurons alors :

$$E(p_{j,t+1}|\Phi_t) = p_{j,t}[1 + E(R_{j,t+1}|\Phi_t)]$$

Si le prix p est suffisamment informatif (absence de bruiteurs) et reflète toute l'information disponible (absence d'asymétrie informationnelle), et si est vérifiée pour tous les titres j cotés sur le marché, le marché est réputé efficient.

Ce paradigme a joué un rôle prépondérant, car il a constitué, jusqu'à une date récente, la clé de voute de la théorie financière moderne, moult travaux concernant des domaines aussi variés que l'évaluation des options à travers le modèle Black-scholes ou les bases de la finance organisationnelle sont établis sur la théorie de l'efficience des marchés

financiers. Un marché est réputé efficient si une prévision profitable est impossible pour les acteurs du marché. Autrement dit, les investisseurs opérant sur les différents marchés financiers se trouvent dans l'impossibilité de réaliser un arbitrage, il leur est donc impossible de battre le marché. De plus, les investisseurs tous égaux devant l'information, sont extrêmement rationnels et ont pour unique but de maximiser la rentabilité de leurs portefeuilles.

Il apparaît cependant très clairement que cette affirmation n'est pas tenable. En effet, la mise en évidence d'un très grand nombre d'anomalies sur les marchés financiers a remis en cause le paradigme de l'efficience des marchés financiers. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous présentons quelques biais les plus connus touchant la théorie de l'efficience des marchés financiers, à savoir, les biais calendaires et météorologiques. Nous allons également démentir l'affirmation de l'indépendance chronologique des prix (théorie de la marche aléatoire), et enfin nous exprimerons le phénomène des bulles spéculatives et celui des krachs boursiers, preuve criante de l'existence de phénomènes comportementaux irrationnels.

2.1. L'impact des anomalies de « fin de cycle » sur le rendement des indices des marchés

Il est désormais acquis que toutes les places financières à l'échelon mondial connaissent des cycles d'activité, correspondant à des moments particuliers, tels que : la semaine, le mois ou l'année, et que ces derniers régissent les mouvements d'achats et de ventes des titres sur les marchés financiers. La particularité de ces cycles réside dans le fait qu'une évolution du volume des ordres transmis aux différentes salles de courtage se trouve inéluctablement perturbée (par une hausse ou une baisse), sans pour autant que celle-ci soit l'apanage d'une quelconque évolution rationnelle.

2.1.1. L'effet « fin d'année »

Kinney et Rozeff ont montré en 1976 l'existence d'un effet « fin d'année », également appelé effet « Noël ». Les rendements des actions sont particulièrement plus faibles fin décembre, mais élevés pendant les premiers jours de janvier, surtout pour les entreprises de petite taille. Les

deux chercheurs précédemment cités ont calculé la rentabilité moyenne pour les mois de janvier de 1904 à 1974, elle était de 3,5 %. Quant à celle des autres mois de l'année, elle n'était que de 0,5 %. De nombreuses hypothèses ont été avancées pour expliquer cet effet, l'une d'entre-elles avance que les entreprises, tant financières qu'industrielles, cherchent à bénéficier d'avantages fiscaux, en réduisant leurs assiettes d'imposition, et ce, en réalisant des moins values en vendant les titres qu'elles possèdent, et les rachètent en début d'année, ce qui fait baisser la valeur des indices boursiers en fin d'année et les fait augmenter au début du mois de janvier de l'année suivante.

2.1.2. L'effet « fin de mois »

Suite à une étude menée sur la rentabilité des titres cotés (mesuré à partir de leur cours de clôture du moi précédent) sur le NYSE par Ariel, de 1963 à 1981, il a conclu que les actions avaient une rentabilité positive la première moitié du mois et une rentabilité nulle durant la deuxième moitié du mois. Cet effet est difficilement explicable, l'une des tentatives d'explication se fonde sur la pratique des réaménagements des portefeuilles (Gillet, 1999, p.54). En effet, les marchés financiers sont dominés par les gestionnaires de portefeuilles, ces derniers essaient d'afficher une meilleure performance à chaque échéance calendaire. Néanmoins, ces derniers (les gestionnaires de portefeuilles), ne peuvent afficher que les performances (bénéfices) réellement encaissées, autrement dit, les gérants de portefeuilles doivent vendre leurs titres qui réalisent des plus values et ce, avant la date de calcul des performances des différents fonds.

2.1.3. L'effet « week-end »

Rogalski a établi en 1984 que les rentabilités boursières des lundis sont négatives par rapport aux autres jours de la semaine, quand le lundi est un jour férié, French remarqua que les rentabilités négatives se reportaient sur le lendemain (le mardi). Pour justifier cet effet, French explique que lors de l'annonce d'une nouvelle importante, le marché a tendance à surrégir durant les premières heures qui suivent sa divulgation, ce qui pousse les entreprises à ne divulguer leurs mauvaises nouvelles que le vendredi soir après la clôture du marché, de manière à ce que les investisseurs puissent « digérer » la mauvaise nouvelle pendant

toute la durée du weekend et éviter ainsi une sous évaluation temporaire du titre. Ce qui représente *de facto* une sérieuse offense aux lois qui régissent les sociétés de bourse et les marchés financiers. En effet, retarder l'annonce d'une information est une pratique prohibée pouvant être passible de sanctions judiciaires.

2.2. Théorie du chaos et prévisibilité des cours boursiers

Les phénomènes atmosphériques qui se manifestent sous la forme de nuages, de pluie, de vent, ou de variations de températures ne sont autres que des phénomènes physiques, lesquels pouvaient être expliqués par les lois de la dynamique des fluides et de la thermodynamique. Il résulterait, en suivant le principe du déterminisme, qu'il serait possible de connaître le futur, de la même façon que l'on connaissait le présent – L'on comprend dès lors clairement l'intérêt de ces recherches pour les prévisions boursières –, et cela voulait dire qu'il était envisageable d'obtenir des prévisions des cours boursiers futurs. Contrairement à ce que soutiennent les défenseurs de la théorie de l'efficience des marchés financiers où les cours de bourse suivent une « marche aléatoire »³. C'est suite aux travaux de Lorenz dans le domaine de la météorologie, que la théorie du chaos a connu le renom qui est le sien aujourd'hui, en mettant en évidence le célèbre effet papillon. Concrètement, ce phénomène traduit l'extrême sensibilité des séries aléatoires à la plus infime modification d'une des données de départ (Pagels, 1985, p.106), que l'on peut qualifier de variables aléatoires.

2.4. Les bulles spéculatives

Les bulles spéculatives sont connues pour être des phénomènes symptomatiques d'une exubérance irrationnelle. Par définition, une bulle

³ L'expression « promenade aléatoire » ou marche aléatoire est utilisée dans la littérature financière pour caractériser une série de prix dans laquelle toutes les variations de prix à venir représentent des écarts aléatoires par rapport aux prix précédents. Les taux de rendement des titres sont de ce fait imprévisibles. Le terme a été utilisé pour la première fois au début du XXe siècle dans une série d'articles portant sur la méthode de recherche optimale d'une personne ivre qu'on a abandonnée dans un champ ! La solution est très complexe, mais le point de départ de la recherche est tout simplement l'endroit où avait été laissé l'ivrogne. Ce point représente une estimation non biaisée de la position future de l'ivrogne qui, vraisemblablement, va se traîner de façon imprévisible et totalement aléatoire.

spéculative peut être considérée comme une phase pendant laquelle les prix négociés s'affranchissent de leurs relations habituelles avec les données économiques et s'inscrivent dans une tendance fortement haussière autonome (Ninet, 2004, p.4) (cet auteur est présent en bibliographie). Les bulles spéculatives peuvent être, à la fois, entretenues par des investisseurs irrationnels mus par un optimisme collectif exagéré, que par des investisseurs institutionnels bien informés qui profitent de ce phénomène de gonflement, et qui peuvent même en être à l'origine.

Une bulle spéculative est donc un phénomène qui provoque un écartement du prix d'un titre financier de sa valeur fondamentale sans raison apparente pour s'effondrer enfin et retrouver ainsi sa valeur initiale. Les bulles spéculatives peuvent affecter un titre spécifique, un secteur ou un marché dans son ensemble. Les bulles spéculatives sont dangereuses du fait du risque d'éclatement qu'elles charrient. À un certain moment, les bulles éclatent et les titres retrouvent leur niveau d'origine. On évoque subséquemment le terme de Krach ou de mini krach (*Ibid.*, p.146) [(*ibid.* veut dire : « a déjà été cité précédemment »). En effet, j'ai cité à la page précédente (Ninet, 2004, p.4), mais cette fois à la page 146 et non pas à la page 04].

À la suite de ce qui vient d'être dit, la question qui se pose est la suivante : pourquoi et à quel moment une bulle spéculative peut-elle apparaître ? La direction des études au crédit lyonnais donne la réponse suivante : « Les bulles spéculatives apparaissent dès que les opérateurs ne fondent plus leurs décisions sur les anticipations, mais sur le comportement des autres agents économiques. Ces situations apparaissent lorsque le marché est confronté à des crises économiques spécifiques. Elles apparaissent également lorsque l'organisation du marché n'est pas totalement fiable, ou encore lorsque l'intervention d'un seul opérateur est susceptible d'influer sur le marché. Les regards se tournent alors vers cet acteur, et les anticipations des opérateurs se limitent à l'observation du comportement de l'acteur majeur du marché. Elles apparaissent enfin lorsque le marché est essentiellement peuplé d'acteurs irrationnels mal informés qui raisonnent à court terme et tentent essentiellement de dupliquer les agissements des opérateurs qu'ils jugent mieux informés ».

On pense immédiatement au contraste investisseur institutionnel / investisseur individuel. Les investisseurs institutionnels, rationnels et bien informés, prennent rapidement des décisions fondées sur l'analyse des informations. Les investisseurs individuels ne réagissent que plus tardivement et répliquent les ordres des institutionnels, alors que les cours contiennent déjà les informations concernées. Survient alors une surréaction qui peut apparaître sous la forme d'une bulle spéculative.

Le phénomène précédemment cité n'est pas sans conséquences sur l'environnement économique et/ou social de la firme, du marché ou du pays qui le subit. Il paraît alors inévitable pour les autorités des marchés d'organiser les transactions sur ce dernier, de manière à ce que l'identité du donneur d'ordres soit cachée pour ne pas susciter des réactions irrationnelles, et à ce que les fausses informations ne puissent se répandre et enfin mettre en place des mécanisme de coupe-circuits afin de minimiser les pertes en cas de mouvements erratiques de fonds.

2.5. Les krachs boursiers

L'origine étymologique du terme krach est apparue lors de l'effondrement des bourses de Berlin (Allemagne) et de celle de Vienne (Autriche) en 1873. C'est en effet à cette occasion que les prononciations *Krax* ou *Krak* sont utilisées pour la toute première fois. Le terme a ensuite évolué pour devenir *Krach*. On peut parler de krach lorsque l'ensemble des cours des valeurs cotées, actions et autres instruments financiers, s'effondrent brutalement, massivement et de façon cumulative, le caractère brutal de la chute des cours sur une ou plusieurs séances est le scénario dit «classique» du déroulement d'un krach. Un autre type de krach existe, bien moins spectaculaire que le premier, c'est le krach larvé, la période de chute de la valeur des titres peut s'étendre sur plusieurs semaines, voir plusieurs mois, ceci n'atténue pas pour autant sa gravité car il est en fait, aussi dévastateur qu'un krach classique.

Le krach boursier se présente donc comme une frénésie incontrôlable, comme une réaction en chaîne des acteurs boursiers, entretenue par des anticipations spéculatives toujours plus alarmistes. En effet, si les krachs existent, c'est qu'il y a spéculation. Cette spéculation, bien que fondée sur l'analyse des valeurs réelles des actions, tend à introduire un écart entre la réalité économique (les fondamentaux) et la

représentation capitalistique des entreprises cotées en bourse. La réaction en chaîne de la prise de conscience d'une surévaluation des valeurs cotées, se traduit par une chute cumulée de l'ensemble des valeurs. En d'autres termes, la courbe de spéculation se détache du prix des produits et n'est plus solidaire que d'elle-même, les entreprises n'augmentent plus leur capital pour se développer mais pour investir sur le marché, introduisant certains titres uniquement pour en racheter d'autres.

Conclusion

On ressort à la lecture de cet article avec la forte conviction qu'investir sur les marchés boursiers est une démarche qui n'est pas dénuée de risques, comme tout autre investissement d'ailleurs. Et ce, pour l'évidente raison que l'avenir est incertain et est de ce fait difficile, voir impossible à prévoir et qu'ensuite la valeur des titres cotés n'est pas toujours le reflet exact de la santé financière de l'entreprise dont ils sont issue. Ladite valeur évolue quelquefois sur la base d'informations anecdotiques, non vérifiées, qui ne sont le plus souvent que la résultante de la multiplication de biais psychologiques et autres comportements dont nous avons relaté quelques uns dans le présent article.

À un niveau plus agrégé, cela constitue un ennui sérieux pour les régulateurs et autres institutions activant dans le domaine de la protection des épargnants. Des faits récents sont venus malheureusement conforter cette dure réalité. Pis encore, ils ont mis à nu des pratiques insoupçonnées, que les autorités de régulation n'ont pas pu déceler à temps et qui ont coûté la perte d'établissements bancaires plus que centenaires, plongeant la «planète finance» dans un chaos intégral tout en engendrant des perturbations et des dysfonctionnements quasi désastreux sur la sphère réelle.

De nombreux économistes d'ors et déjà à l'œuvre pour tenter de comprendre les causes, et surtout pour trouver des mécanismes (aussi bien techniques que réglementaires) qui vont permettre de nous prémunir contre de pareilles catastrophes à l'avenir. Ce qui est acquis pour certains, c'est que ces scientifiques doivent introduire davantage la composante humaine dans leurs analyse afin de comprendre le plus possible cet univers qui régit notre existence.

Bibliographie

ALBOUY, M, (2005), «Peut-On encore croire à l'efficience des marchés financiers ?», *Revue Française de Gestion*, n° 157, pp. 169-188.

ALBOUY, M., CHARREAUX, G, (2005), «La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant ?», *Revue Française de Gestion*, - n° 157, pp.139-143.

ARTUS, P. (1996), *Anomalies sur les marchés financiers*, Paris, Economica.

BROIHANNE, M-H. MERLI, M., ROGER, P, (2005), «Le comportement des investisseurs individuels», *Revue Française de Gestion*, n° 157, pp. 145-168.

BROIHANNE.M-H, MERLI. M., ROGER. P. (2004), *Finance comportementale*, Paris, Economica.

DE BROUWER, P, (2001), «La finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur», *Finances vecteur*, pp. 14-16.

EICHINGER, M. (1996), *La machine spéculative : psychologie des marchés financiers*, Paris, Economica.

FRENCH, D, (1984), "The weekend Effect on the Distribution of Stock Prices", *Journal of financial economics*. pp.547-560.

GILLET, P. (1999), *L'efficience des marchés financiers*, Paris, Economica.

CODECHOT, O. (2005), *Les traders : Essai de sociologie des marchés financiers*, La Découverte, Paris.

MANGOT, M. (2006), *Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers*, Paris, Dunod.

PAGELS, H, (1985), *L'univers quantique*, Paris, Inter Éditions.

PETIT, E, (2007), «Le rôle du regret dans la permanence des anomalies sur les marchés financiers», *Cahiers du GRETHA*, n° 2010-07.

ROGALSKI, R, (1984), "New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns over Trading and Non-trading Periods: A Note", *Journal of finance*.

ROZEFF, M., KINNEY, W, (1976), "Capital Market Seasonality: the Case of Stock Returns", *Journal of Financial economics*.

SHEFRIN, H., STATMAN, M, (1985), "The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long : Theory and Evidence", *Journal of finance*.

SHILLER, R, (1981), "The Use of Volatility Measure in Assessing Market Efficiency", *Journal of Finance*, pp 291-304.