

Marchés financiers et psychologie économique

Arnaud Diemer

Université Blaise Pascal, TRIANGLE, Lyon, CERDI Clermont-Ferrand

→ Rôle des économistes : incapables de prévoir la crise ?

Des techniciens et des idéologues, mais plus d'analystes

A-t-on interrogé les bons économistes ?

→ Hypothèses erronées des modèles économiques ?

- Agent rationnel et économie orthodoxe (shiller, 2004)

- Marchés financiers efficients (Fama, 1965)

- Bulle spéculative (Tirole, 1985) : trois conditions nécessaires pour créer une bulle : durabilité, rareté (les nouvelles unités doivent avoir le même prix que les anciennes, croyances collectives (point focal dans l'ensemble des bulles potentielles).

Comportements rationnels / irrationnels !

Personne n'était responsable de la grande catastrophe de Wall Street. Personne n'a manigancé la spéculation qui l'a précédée. Toutes deux furent le produit du choix et de la décision libres de centaines de milliers d'individus (John Galbraith, 1961, p. 24)

Comment les forces psychologiques influencent-elles la finance et l'économie ?

→ La psychologie économique ou économie comportementaliste peut nous aider à cerner le fonctionnement des marchés financiers, notamment les œuvres de Keynes (1936), Allais (1943, 1947), Galbraith (1961), Minsky (1986) ou Kahneman (1971).

→ L'utilisation de l'expérimentation en économie (expériences en laboratoire) peut nous aider à tester des hypothèses, à produire de nouvelles connaissances ou à éclairer le décideur. Deux champs nous intéressent : les choix individuels et le fonctionnement des marchés .

APPORTS DES SCIENCES HUMAINES → psychologie économique

→ Approche psychologique

Comportement : ensemble de réactions psycho-chimiques de l'organisme à des stimulations internes ou externes .

Conduite : ensemble des opérations matérielles et symboliques par lesquelles un organisme en situation (une même situation est perçue différemment par les différents agents qui la vivent) tend à réaliser ses possibilités (créativité de la conduite) et à réduire les tensions (on peut les nier, les éviter ou les supprimer) qui, en compromettant son intégrité, le mettent en mouvement (Lagache, 1952).

- Les théories

La psychanalyse freudienne : tous les phénomènes psychologiques ne sont pas connus des sujets. La personnalité apparaît comme un système clos dynamique où s'affrontent trois éléments : le *ça* (ensemble des pulsions et des désirs inconscients du sujet qui est gouverné par le principe du plaisir), *le moi* (gouverné par le principe de réalité, mécanismes de défense, *le surmoi* (ensemble de motivations qui ont pour but d'éliminer les émotions pénibles) → Dostaler, Maris (2009), *capitalisme et pulsion de mort*.

Les théories de l'apprentissage (Hull → Pavlov, Watson) : la conduite de l'homme est susceptible de se modifier de manière durable au contact de l'expérience (conditionnement : acte subordonné à une perception signal, stimulus réponse).

→ Approche sociologique

La théorie de Gurvitch

Réalité sociale est complexe, elle passe par :

- Les superstructures organisées : les institutions
- les pratiques quotidiennes (mode de vie)
- les modèles techniques
- les signes et symboles sociaux

→ concept de groupe

Groupe : « Unité collective réelle, mais partielle, directement observable, et fondée sur des attitudes collectives, continues et actives, ayant une œuvre commune à accomplir – unité d'attitudes, d'œuvres et de conduites qui constitue un cadre social structurable tendant vers un équilibre particulier des formes de sociabilité ».

Le groupe suggère trois types de réflexion

- Classification des groupes (envergure, durée, dispersion, fonctions)
- Structure des groupes (sous-groupes)
- Fonctionnement des groupes (statique, dynamique)

→ Approche psycho-sociologique (psychologie sociale) : début XXe

Etude des interactions entre les individus et les groupes (Lagache, Maisonneuve, Albou)

Psychologie économique : branche de la psychologie sociale

- Concepts

* interaction (Marx, Staline, 1936) vs interdépendance (Pareto, *Traité de sociologie*)

« *Entre des individus qui sont en contact, s'exercent des actions et des réactions, s'opèrent des échanges, s'effectuent des transformations réciproques* ».

* Statut et rôle (Moreno, 1920)

Les statuts sont des systèmes stables qui persistent alors que les individus changent, les rôles sont des schèmes culturels associés à un statut déterminé. Ces schèmes comprennent des attitudes, des valeurs, des conduites qu'on attend de certains individus qui ont un statut particulier.

- Théories

* La psychologie économique de Tarde (1902) : tous les phénomènes se déroulent selon un rythme ternaire (répétition, opposition, adaptation). Les phénomènes économiques sont des phénomènes sociaux.

* La théorie du champ (Lewin, Katona, Stoetzel) : le comportement de l'individu est une fonction du champ psychologique (interactions de l'individu avec son entourage) : le champ (événements et valeurs ayant une signification pour l'individu), le vecteur (cause ou force potentielle qui détermine le comportement), le but (fin visée par la conduite). ⁶

I. LA PSYCHOLOGIE ECONOMIQUE

→ La psychologie keynésienne du monde des affaires

- Etat de la prévision à long terme, incertitude, Etat de confiance.
- La mise en place de marchés boursiers organisés a permis de réévaluer quotidiennement un grand nombre d'investissements et ces évaluations ont fourni aux individus la possibilité de réviser leurs engagements.
- Une évaluation conventionnelle, fruit de la psychologie de masse d'un grand nombre d'individus ignorants, subit des variations violentes suite à des revirements de l'opinion (rapport des optimistes aux pessimistes).
- les professionnels de la finance et les spéculateurs ne cherchent pas à prévoir le rendement escompté d'un investissement mais à anticiper les changements futurs de la convention monétaire (c'est-à-dire de la base des évaluations) avant le grand public.

1/ Ainsi la précarité, voire l'instabilité de la convention serait inhérente au fonctionnement des marchés financiers.

2/ Les crises financières ne seraient pas liées à des comportements irrationnels mais bien au fonctionnement interne des marchés financiers. Plus ces marchés seront sophistiqués, plus ils seront régulés, plus les bulles financières seront importantes et déstabilisatrices pour la sphère réelle.

3/ Si la spéculation constitue un élément important de l'instabilité de notre système financier, il existe cependant une autre cause inhérente à la nature humaine. Ce sont les fameux « animal spirits ». Il s'agit en l'occurrence d'un besoin spontané d'agir plutôt que de rester dans l'inaction.

→ **Animal Spirits (Descartes, Hume, Keynes, Akerlof, Schiller)**

Dans le jargon moderne des économistes, le terme *animal spirits* renvoie à la part d'incohérence et d'instabilité de notre système (les bulles financières suggèrent que les comportements sont irrationnels). Ces facultés pensantes sont le stigmaté de ce qui nous paralyse à certaines occasions (caractère pessimiste, report des décisions...) ou nous stimule à d'autres moments (caractère optimisme, acte créatif, prise de risques, volonté d'entreprendre...).

Il s'agit ainsi, comme le souligne fort justement Keynes, de dépasser l'hypothèse de rationalité pour introduire les différentes facettes de la nature humaine et comprendre ce qui guide l'action économique.

Les individus animés par les *animal spirits* ne sont pas guidés par des estimations plus ou moins probabilisables, leurs actions sont donc automatiquement irrationnelles. Alors que l'incertitude conduit à l'immobilisme, les investisseurs et les hommes d'affaires qui auront le goût de l'action, contribueront à stimuler l'activité économique, même s'il est imprudent de le faire.

→ **La confiance** constitue un schéma de pensée au même titre que la cupidité, le ressentiment, la tentation...

Dans le jargon des économistes, la confiance renvoie à un état qui caractérise un climat général des affaires. Dans un climat inspirant la confiance, les individus chercheront à se projeter dans l'avenir et l'optimisme ambiant s'exprimera sous la forme d'anticipations. Dans un climat morose, les individus seront plus ou moins méfiants, l'avenir leur paraîtra sombre et ils attendront certains signes pour prendre des décisions (psychiatrie économique : angoisse, dvpt des assurances, ex : CDS).

La confiance apparaît sous la forme d'un indicateur, le spread, c'est-à-dire un écart entre le taux d'intérêt sur les emprunts à risques (titres adossés à une créance, dans le cas de la crise des subprimes, un crédit immobilier) et le taux d'intérêt sur les emprunts sans risques (bons du trésor, obligations d'Etat). Cet écart est présenté comme un indice de confiance car il suppose que si les risques augmentent, les opérateurs accepteront de les supporter moyennant une rémunération plus importante.

Les économistes ont une vision très restrictive de la confiance : *la confiance est le résultat d'un processus rationnel*, il existe des comportements rationnels et des comportements irrationnels

-La situation de confiance implique que les sujets dépassent le strict respect de la rationalité. Autrement dit, il n'est pas interdit à un individu confiant de négliger certaines informations ou de dédaigner certains signaux.

Ainsi, la confiance correspondrait à un état psychologique dans lequel les signaux du marché seraient systématiquement ignorés, les individus n'utiliseraient pas toutes les informations dont ils disposent (Benabou. 2008)

- Mouvements de foule (mimétisme)
- Disparition de l'effet mémoire
- Orgie financière (Galbraith), euphorie financière (Allais, Orléan)
- hypothèse d'instabilité financière (Minsky)

Au final, tous les gens qui ont cet excès de confiance, vont de l'avant, ils achètent ou ils vendent. Dès qu'ils perdent confiance, ils font marche arrière en prenant une position inverse à leur position initiale. On pourrait ainsi initier une véritable théorie des cycles de confiance (la reprise économique s'interprète comme une phase de restauration de la confiance).

II. L'ÉCONOMIE EXPÉRIMENTALE

La démarche expérimentale se décompose en plusieurs parties :

- la catégorie de sujets retenus : *homo sapiens* vs *homo economicus* (étude d'une population de traders);
- l'ensemble des procédures précisant les règles du jeu : observation de la prise de décisions, mécanisme de la double enchère publique de Smith (1962);
- le mécanisme de motivation et d'incitation des sujets : paiement des sujets en fin d'expérience;
- l'utilisation d'une technologie plus ou moins complexe : salle informatique (réseaux d'ordinateurs, logiciel JessX), IRM (imagerie à résonance magnétique) dans le cas de la neuroéconomie (visualiser les zones du cerveau activées au moment de la décision : risques / incertitude)

Le contrôle de l'environnement et la possibilité de reproduire les expériences constituent les principes fondamentaux de l'économie expérimentale. Il s'agit tout d'abord de créer, en laboratoire, une situation reflétant les conditions de la théorie économique. Ce protocole est conçu et contrôlé par l'expérimentateur.

1/ Choix individuels et comportements financiers

* Allais (1953) est revenu sur les facteurs susceptibles d'expliquer la prise de décisions en univers risqué → **Déformation subjective des probabilités objectives**. Certaines personnes qui ont confiance dans leur bonne étoile (le terme anglo-saxon serait aujourd'hui *overconfidence*) sous-estimerait la probabilité des événements qui leur sont défavorables et surestimerait la probabilité des événements qui leur sont favorables. A l'opposé, les personnes qui s'estimeraient poursuivis par la malchance surestimerait la probabilité des événements qui leur sont défavorables et sous-estimerait la probabilité des événements qui leur sont favorables.

→ Elle peut conduire à accorder plus de poids aux éléments les moins probables. Théorie des perspectives de Kahneman et Tversky (1979) qui fait l'hypothèse de la surpondération des faibles probabilités.

→ Elle ouvre le champ aux travaux menés en avenir incertain (Allais parle de coups isolés). Il y aurait une coexistence de deux univers (risques – incertitude), Certains résultats de la neuroéconomie fondés sur l'IRM ont clairement mis en évidence que les zones du cerveau activées par les décisions face au risque étaient différentes des zones activées par les décisions en incertitude (Smith, Dickhaut, McCabe, 2002).

* Kahneman et Tversky (1971, 1986), Kahneman, Slovic et Tversky (1982) : analyse psychologique du risque et de la valeur. La théorie du choix logique ne fournirait pas une base suffisante pour décrire la prise de décisions. (1) les individus perçoivent plus intensément les pertes que les gains (*loss aversion*) ; (2) les individus sont victimes de *biais de jugement*, ils sont dès lors incapables d'évaluer correctement les situations d'incertitude et d'appliquer les lois générales de probabilité.

Kahneman et Tversky (1971) ont montré que les individus ont beaucoup de mal à percevoir la loi des grands nombres et ont plutôt tendance à appliquer la loi des petits nombres. Dès lors, un biais cognitif se serait introduit dans les perceptions des individus.

-les individus tendent à extraire plus d'informations des données que les données n'en contiennent.

- Ainsi *la forte volatilité des marchés financiers pourrait s'expliquer par des réactions excessives des investisseurs aux dernières nouvelles économiques et financières.*

2/ Expérimentation et marchés

Smith, Suchanek et Williams (1988) ; Noussair, Robin et Ruffieux (1998) ; Noussair et Ruffieux (2002) ont montré qu'un des enseignements majeurs de l'économie expérimentale des marchés était que les marchés d'actifs financiers pouvaient se révéler nettement moins efficaces que les marchés de biens et de services.

→ Smith, Suchanek et Williams (1988) ont réalisé une expérience sur les portefeuilles des traders. Ils notent que plutôt que de coller à la valeur fondamentale, la séquence temporelle des prix de marché fait apparaître une bulle, avec une phase de croissance des prix très au dessus de la valeur fondamentale, suivie d'un krach, souvent caractérisé par une chute soudaine et très rapide des prix (expérience).

Une des explications de la non convergence résiderait dans le fait que **la rationalité des sujets n'est pas connaissance commune**. Si un sujet pense que certains sujets 'moins rationnels' sont susceptibles d'acheter le titre à un prix qui excède la valeur fondamentale, il peut vouloir spéculer pour réaliser une transaction favorable. Ce type de comportement force le prix à la hausse et entretient la tendance tant que la crainte de ne pas pouvoir revendre avant la fin de la séquence n'est pas suffisante.

Noussair et Ruffieux (2002) ont avancé trois raisons pour expliquer cette absence de convergence des prix vers les fondamentaux :

→ La nature des biens échangés sur les marchés financiers et les marchés de biens et services, serait différente.

Marchés de biens et services	Marchés financiers
Les biens et les services ont une valeur pour une seule période	Les actifs financiers ont une vie beaucoup plus longue
Les biens et les services sont vendus par des producteurs et achetés par des ménages. L'échange doit permettre de réaliser un surplus potentiel. Le prix de réservation du ménage est généralement plus important que le coût de production du vendeur	Les actifs financiers font apparaître une valeur fondamentale identique pour tous.
Les positions de vendeurs et d'acheteurs de biens et services se définissent préalablement à la formation de prix, on est vendeur ou on est acheteur	Le statut de vendeur ou d'acheteur dépend intrinsèquement des prix des actifs financiers.
Les acheteurs et les vendeurs ont des offres et des demandes limitées. A la fin d'une période, il n'y a plus d'échange qui soit mutuellement profitable	Les échanges peuvent se dérouler sur un laps de temps infini.
Chaque acheteur ou chaque vendeur connaît la valeur qu'il confère au bien avec certitude.	La valeur d'un actif peut être ignorée par tout ou une partie des traders
Convergence vers l'idée que les agents arrivent à obtenir une information correcte sur l'état du marché.	Certains agents ont de meilleures informations que d'autres sur la valeur des actifs (délictueux) 16

→ Les sujets seraient amenés à faire des erreurs de valorisation des actifs lorsqu'ils optimisent en univers dynamique.

→ Les sujets auraient une tendance naturelle à spéculer sur les marchés financiers plutôt qu'à estimer la valeur fondamentale, compte tenu des informations disponibles. Ce qui occasionnerait la création d'une demande supplémentaire. Cette spéculation serait renforcée par ce que Noussair et Ruffieux (2002, p. 1063) appellent « *l'illusion de la liquidité* », c'est-à-dire la croyance dans la capacité de pouvoir liquider ses actifs à n'importe quel moment aux prix du marché (et ceci même lorsque les prix sont bien supérieurs à la valeur fondamentale).

Conclusion

→ L'économie est une science humaine : besoin d'agir ou dynamisme naturel (animal spirits) domaine des passions (Hume rappelait que la raison est une passion faible), confiance ou défiance, cupidité...

→ Il s'agit de reconsidérer l'opposition entre rationalité et irrationalité. *L'homo economicus* est une hypothèse trop restrictive, *l'homo sapiens* (l'économiste est un anthropologue?), sujet d'étude, introduit un certain raffinement des modèles : celui de Gintis (*l'homo egalis* a une aversion pour les inégalités ; *l'homo reciproquans* tend à récompenser les comportements jugés positifs et à punir les comportements jugés négatifs; *l'homo parochius* cherche à favoriser les membres de son groupe d'appartenance) ou celui de Noussair et Ruffieux (*homo atomus* tend à se considérer « à tort comme face à la nature en oubliant les interactions stratégiques et à se considérer comme un minuscule « preneur de prix » (2002, p. 1069), *l'homo mercans* cherche à acheter pour revendre sur un marché en escomptant un gain, sans se soucier ni des causes ni des conséquences de ces gains).

→ Besoin d'expérimenter (spéculer : Enquête auprès d'exploitants agricoles allant sur les marchés à terme et utilisant les options, Put, call).

	Variation des cours annuelle 2006 à 2010 (€/T)	Ha	<u>Rdt</u>	Incidence sur la marge brute	
				€/ha	€
Blé tendre	118	60	90	1062	63720
Orge fourragère	103	15	80	824	12360
Colza	172	10	40	688	6880
Orge de brasserie	123	10	70	861	8610
Maïs	104	10	100	1040	10400
Betteraves		20			
Autres		25		<u>Moyenne :</u>	<u>Total :</u>
				<u>895€/ha</u>	<u>101 970€</u>