

Introduction

LA THÉORIE financière s'est construite depuis un demi-siècle sur l'hypothèse de rationalité des individus et sur son corollaire macroéconomique, l'efficacité des marchés. Ce paradigme scientifique a permis de faire avancer considérablement les savoirs autour de la valorisation des actifs financiers. Il a peut-être montré également certaines de ses limites. Les tests empiriques invalidant les prédictions du modèle théorique s'accumulent depuis trente ans au point d'inciter les chercheurs à en relâcher les hypothèses.

Les anomalies sont observées aussi bien au niveau individuel qu'au niveau agrégé. Au niveau individuel, il s'avère que les portefeuilles des investisseurs sont sensiblement sous et mal diversifiés et affichent des taux de rotation largement excessifs. Les entreprises, elles, versent régulièrement des dividendes alors que la théorie leur préfère les rachats d'actions. Au niveau agrégé, le niveau des volumes et de la volatilité dépasse inexplicablement les prédictions. Certains schémas dans l'évolution des cours mettent en cause directement l'hypothèse de non-prévisibilité (c'est-à-dire que les cours passés n'augurent pas des cours futurs) sous-jacente à la notion d'efficacité. Et les anomalies de valorisation ne sont pas rares puisque certaines catégories d'actifs présentent des rendements structurellement trop élevés compte tenu du faible risque qu'ils font porter ou de leur faible corrélation avec les autres actifs.

Cette liste toujours plus longue et les découvertes de psychologues et d'économistes sur les décisions des individus en univers risqué ont dans

les années 1970 incité quelques chercheurs à initier un courant de recherche écartant certaines hypothèses du modèle théorique. Depuis, ce courant de recherche, appelé finance comportementale, a cessé d'être marginal et a intégré à ses rangs des chercheurs des plus éminentes institutions académiques de la planète. Il a obtenu sa consécration en 2002 avec le prix Nobel d'économie reçu par Daniel Kahneman, dont la théorie des perspectives, développée conjointement avec Amos Tversky (décédé en 1996), constitue la pierre angulaire de la théorie comportementale de l'investissement dans des actifs risqués. Kahneman est également à l'origine du vaste courant d'étude des heuristiques, ces règles de bons sens qui permettent aux individus de prendre des décisions à la fois rapides et satisfaisantes.

Longtemps snobée par les partisans de l'approche standard, la finance comportementale s'est imposée grâce à une méthodologie stricte qui lui permet d'éviter les pièges de la psychologie intuitive et aux passerelles qu'elle a su construire entre la psychologie individuelle et les comportements agrégés des marchés. L'apparition toute récente de modèles généraux d'évaluation des actifs qui étendent le champ des modèles standards devrait rendre possible sa fusion avec le courant classique, de sorte qu'à terme il n'existera plus de finance à proprement parler comportementale.

Il était d'autant plus tentant pour les universitaires de renoncer, au moins ponctuellement, à certaines hypothèses théoriques concernant la rationalité des individus que celles-ci sont particulièrement restrictives. La théorie financière appuie ses prédictions sur la rationalité substantive des investisseurs. Ceux-ci sont censés connaître et pouvoir traiter parfaitement toute l'information disponible. Leurs décisions sont optimales pour leur bien-être dans le sens qu'elles maximisent leur utilité espérée. Les placements choisis par l'investisseur tiennent donc compte de toutes les caractéristiques de son patrimoine, présent et futur, et des corrélations entre les différents actifs. L'investisseur évalue objectivement les différents scénarios possibles et leur assigne des probabilités qu'ils révisent soigneusement en fonction des informations nouvelles, selon la règle des probabilités conditionnelles de Bayes. Enfin, il peut opter pour la meilleure allocation d'actifs après avoir préalablement étudié toutes les alternatives. Ainsi l'individu est-il réduit par la théorie classique au rang de « supercalculateur ». Ses émotions sont quasiment absentes de ce cadre théorique puisqu'elles sont résumées par l'unique

coefficient d'aversion au risque qui détermine si l'investisseur est intrinsèquement hostile, neutre ou favorable au risque.

En acceptant que les comportements positifs peuvent diverger de cet étalon, la finance comportementale ouvre la voie à une meilleure compréhension des décisions financières individuelles et de leurs conséquences pour les équilibres de marché.

Ce faisant, son intérêt pour les praticiens des marchés est double :

- D'une part, elle offre l'opportunité de cerner les processus inhérents à ses prises de décision dans l'univers particulier des marchés financiers et éventuellement de les corriger. Pour cela, elle met en exergue les biais cognitifs, les interférences émotionnelles et l'influence des relations sociales dans les analyses et les décisions d'investissement, les relie aux différents environnements de marché et détermine leur impact sur les performances individuelles.
- D'autre part, elle permet de mettre en place des stratégies afin de tirer profit des biais comportementaux des autres intervenants. Elle est par exemple utile pour l'investisseur qui souhaite anticiper les mouvements du marché, pour le professionnel qui compte améliorer l'accueil réservé à ses produits financiers, ou encore pour les entreprises qui veulent intégrer la psychologie des marchés à leurs décisions financières.

Cet ouvrage a l'ambition de présenter aux praticiens l'avancée des recherches sur la psychologie des différents acteurs des marchés financiers et ses conséquences. Il s'adresse à tous les types d'intervenants intéressés par la vie des marchés (institutionnels, analystes, traders, entreprises cotées, investisseurs individuels actifs, etc.). La méthodologie choisie est de toujours associer les concepts et les modèles de comportement aux éléments de preuve qui les ont fait accepter par la communauté scientifique. Afin de montrer concrètement et simplement les conséquences des biais comportementaux lorsqu'ils sont mis en situation, une large place est donnée aux études empiriques (de terrain) et expérimentales (en laboratoire) publiées et validées par des revues académiques.

L'argumentaire qui est développé dans le présent ouvrage comporte cinq parties. Les trois premières explicitent les ressorts des décisions individuelles en s'intéressant successivement aux biais cognitifs, aux biais émotionnels et aux interactions sociales. La quatrième partie dresse un

pont entre la psychologie individuelle et les comportements agrégés des marchés financiers. Enfin, la cinquième partie dévoile plusieurs stratégies comportementales directement applicables pour améliorer son comportement et tenir compte de celui des autres.