

## «Rationalités et irrationalités des marchés financiers»

### Intervenants

- **Philippe WAECHTER** – Directeur des études économiques et de la recherche – Natixis Asset Management – Paris
- **Alain GUELENNOC** – Responsable de la salle des marchés – Compagnie Financière du Crédit Mutuel de Bretagne – Brest
- **Nassiba BOURAOU** - Enseignant Chercheur en comptabilité – ESC Bretagne Brest
- **Yan QUEMENER** - Enseignant Chercheur en contrôle de gestion – ESC Bretagne Brest
- **Jean MOUSSAVOU** – Enseignant Chercheur en Finance – ESC Bretagne Brest

## Mise en contexte du sujet et postulats théoriques

Intervention de **Jean MOUSSAVOU** – Enseignant Chercheur en Finance – ESC Bretagne Brest

- L'exercice d'une rationalité pure ordinairement attribuée aux opérateurs de la finance s'exprime-t-elle en tant que telle ou faut-il au contraire s'interroger sur l'existence d'autres forces, « irrationnelles », qui pourraient gouverner leurs interventions ?
- Deux écoles de pensée s'affrontent pour rendre compte du comportement des investisseurs sur ces marchés.

## Mise en contexte du sujet et postulats théoriques

### **1) *La conception néoclassique du comportement de l'investisseur***

Construite autour de l'hypothèse de rationalité des investisseurs et son corollaire l'efficacité des marchés :

- Les investisseurs sont pleinement informés sur le prix des titres cotés,
- Ils sont rationnels, donc interprètent correctement ces informations,
- Ils ont pour seule motivation de maximiser leur « utilité financière » (plus de rentabilité avec une prise de risque minimum),
- Ils agissent en toute indépendance (ils ne s'imitent pas les uns les autres pour prendre leurs décisions),
- Leurs décisions mènent à un équilibre des prix (prix efficaces, assez stables en l'absence de nouvelles informations).

## Mise en contexte du sujet et postulats théoriques

### ***2) L'approche comportementale de l'investisseur***

Les investisseurs ne se comportent pas comme le voudrait l'*Homo œconomicus* théorique. Ils ne sont pas toujours rationnels et les marchés ne sont pas toujours efficaces (les cours ne reflètent pas toujours exactement les informations).

En pratique, cette approche étudie :

- comment les investisseurs prennent leurs décisions et, notamment, quels sont leurs travers de comportement,
- les effets de ces biais comportementaux sur les marchés financiers, sous forme d'anomalies de prix et de rendements.

L'avantage de la finance comportementale est qu'elle met l'accent sur le fonctionnement de l'esprit humain et le profil psychologique de l'investisseur. Les modèles qu'elle propose font le lien entre les comportements des marchés et la psychologie humaine.

## Témoignages d'experts praticiens

La crise des « subprime » est sans aucun doute un exemple de réaction des marchés à des événements particuliers... Permettant de comprendre comment des acteurs rationnels en viennent à provoquer des comportements irrationnels.

- **Intervention de Alain GUELENNOC (Responsable de la salle des marchés – Compagnie Financière du Crédit Mutuel de Bretagne) : Témoignage d'un intervenant de marché**
- **Intervention de Philippe WAECHTER (Directeur des études économiques et de la recherche – Natixis Asset Management – Paris) : Témoignage d'une Société de Gestion de portefeuilles boursiers**

## Témoignage d'une banque, intervenant de marché

### Intervention de Alain Guélenoc – Responsable salle des Marchés

L'irrationnel fait référence à l'impact « intuitu personae » d'un individu dans une prise de décision, une décision non contrôlée.

A priori pourtant, tout semble fait pour que le rationnel dirige les décisions :

Le process de décision et de mise en place des opérations de marché est très structuré et implique plus d'intervenants : de la Direction à l'opérateur en charge de la mise en place de l'opération, en passant par le Middle Office, le Back Office, les services juridiques...

De même, le niveau de compétence des intervenants s'est considérablement accru notamment dans le domaine des analyses de risques liés aux opérations de marché et sur le suivi des risques opérationnels.

Enfin, depuis plusieurs années, suite aux différentes crises ou chocs qui ont affecté les marchés financiers, la montée en puissance des contrôles est une réalité tangible.

## Témoignage d'une banque, intervenant de marché

Il n'en demeure pas moins que la Crise actuelle et divers incidents connus en 2008 peuvent faire penser que l'irrationnel gouverne parfois les marchés.

Soulignons en premier lieu que la crise trouve son origine hors des marchés financiers : le subprime est un produit vendu par des « banquiers de terrain » pour répondre à un besoin de croissance aux Etats-Unis.

Là où les banques de marché ont une responsabilité c'est dans :

- La fixation d'objectifs de performance très élevés aux intervenants (ROE de 25%), impliquant une prise de risque très élevée
- La diffusion incontrôlée de nouvelles techniques de dispersion du risque (titrisations et CDO)
- La confiance, parfois aveugle, donnée aux agences de notation
- Un déséquilibre interne des pouvoirs au profit des structures opérationnelles (Front Office) par rapport aux structures de contrôle.

## Témoignage d'une banque, intervenant de marché

Le ressenti des intervenants de marchés est plutôt une incompréhension sur les raisons de leurs interventions.

En 2008, par exemple, de nombreuses cessions ont été effectuées pour des raisons de liquidité :

- Pour faire face à des retraits importants, certains gérants d'OPCVM ont dû vendre des actifs de bonne qualité.
- Les banques, dont le coût de refinancement s'est fortement accru, ont dû également vendre des actifs de bonne qualité car cette action leur revenait moins cher que d'emprunter.

Enfin, le déclenchement de « stop losses », qui ont pour objectif de limiter les pertes a également impliqué des programmes importants de cession

⇒ La spirale baissière s'est enclenchée... mais de façon rationnelle

## Témoignage d'une banque, intervenant de marché

Soulignons enfin que des interventions qui peuvent paraître irrationnelles à l'instant  $t$ , se révèlent totalement rationnelles à  $t+1$

Quelques exemples :

- La chute des cours des valeurs de banques considérée totalement excessive en 2007/2008, se justifie totalement aujourd'hui par les résultats qui tombent.
- La forte remontée des taux de marché, décriée en 2006/2007, s'est révélée également justifiée a posteriori par la remontée de l'inflation.
- L'augmentation des coûts de refinancement des banques, a priori injustifiée, s'explique aujourd'hui par les risques qu'elles avaient pris dans leurs investissements et le fait qu'elles ne sont pas à l'abri d'une faillite (cf. Lehman)

⇒ Les mouvements de marché s'expliquent a posteriori... mais les marchés peuvent aussi se tromper.

## Témoignage d'une société de gestion de portefeuille boursiers

Intervention de Philippe WAECHTER - Directeur des études économiques et de la recherche

## Eléments de synthèse, questions du public

Intervenants: Nassiba BOURAOUI, Alain GUELENNOC, Jean MOUSSAVOU, Yan QUEMENER, Philippe WAECHTER

- Les marchés financiers fascinent par leur comportement imprévisible, voire exubérant, et les sommes colossales qui s'y échangent. Le moindre choc qui les secoue est porteur de conséquences sur l'économie entière, et potentiellement sur l'emploi et la consommation. Comprendre les mécanismes qui gouvernent leur dynamique est donc un enjeu scientifique majeur. Ce sera peut-être la clef de leur maîtrise.
- Aujourd'hui, tous les acteurs s'accordent à dire qu'il faut stabiliser le système et le réguler. En cela, on remarque une course des pouvoirs publics et une coordination internationale pour contrer « l'irrationalité/rationalité des marchés » afin de « rétablir la confiance ». Faut-il davantage réglementer les marchés financiers et le système bancaire? Quels systèmes de contrôle à mettre en place?
- La volonté de réforme du système financier mondial va-t-elle durer et déboucher sur de nouvelles règles et comportements ou bien va-t-elle s'éteindre avec le temps?