

Par Clotilde Napp, chargée de recherche CNRS,

Centre de recherche sur la gestion (Cereg)-université Paris-Dauphine

Croyances et marchés financiers

Un des piliers sur lesquels s'est construite la théorie financière depuis un demi-siècle est l'hypothèse de l'homogénéité des anticipations des agents et de leur rationalité. Les investisseurs sont supposés avoir tous les mêmes anticipations et leurs anticipations sont supposées rationnelles, en ce sens que tels de

« supercalculateurs » sans sentiments, ils arrivent parfaitement à estimer toutes les variables économiques d'intérêt.

Ce paradigme scientifique a permis de faire avancer considérablement les savoirs autour de la valorisation des actifs financiers et les modèles qui en découlent (par exemple le MEDAF) sont devenus, grâce à leur grande simplicité d'utilisation et d'interprétation, un outil incontournable de l'analyse des marchés financiers.

Cependant, les tests empiriques invalidant les prédictions du modèle théorique s'accumulent depuis une trentaine d'années au point d'inciter les chercheurs à en relâcher certaines hypothèses. Les primes de risque prédites par la théorie financière classique sont de l'ordre de 1 % au lieu des 6 % observés sur longue période (énigme de la prime de risque des actions). Les taux courts de l'ordre de 3 % au lieu de 1 % (énigme des taux d'intérêt). La volatilité prédite des actifs financiers est de l'ordre de 5 % au lieu des 15 % observés.

D'autre part, il suffit d'observer la diversité des prévisions des analystes financiers pour se rendre compte que l'hypothèse d'anticipations homogènes est peu réaliste. Il en est de même de l'objectivité des anticipations comme en témoignent les résultats des études empiriques récentes. Elles montrent en effet que les croyances des individus sont en moyenne pessimistes : les individus ont des prévisions de rendements inférieures à ceux réalisés. De plus, des études comportementales montrent le résultat surprenant suivant. Pour des jeux de hasard simples pour

lesquels le gain moyen est de 5, l'estimation moyenne de ce gain par les participants n'est pas de 5 comme on pourrait s'y attendre « rationnellement » mais seulement de 4.

Pour rendre compte de ces observations, il paraît nécessaire de relâcher l'hypothèse

La prise en compte de l'hétérogénéité et de la subjectivité des croyances des agents permet d'apporter un éclairage intéressant sur l'énigme de la prime de risque et du taux d'intérêt ainsi que sur la volatilité « excessive » des actifs financiers.

d'homogénéité et d'objectivité des croyances et de considérer un modèle financier avec des croyances hétérogènes et subjectives. Se posent alors les questions suivantes. Dans quelle mesure le modèle hétérogène est-il différent du modèle homogène ? Est-il possible de définir une croyance de consensus, c'est-à-dire une croyance qui, si elle était détenue par tous les individus, mènerait à un modèle équivalent au modèle hétérogène initial (en particulier, mêmes prix et mêmes volumes d'échange) ? Ensuite et surtout, quel est l'impact de l'hétérogénéité des croyances et de leur subjectivité sur la prime de risque, les taux d'intérêt, ainsi que sur la volatilité des actifs financiers ? Il s'avère que le modèle avec croyances hétérogènes est fondamentalement différent

du modèle homogène. La dispersion des croyances joue le rôle d'une source de risque supplémentaire et il n'est possible de définir une croyance de consensus que moyennant l'introduction d'un facteur d'actualisation. Plus précisément, tout se passe dans le modèle hétérogène comme dans un modèle homogène, dans lequel tous les agents auraient une croyance commune, moyenne des croyances hétérogènes initiales, et si les agents appliquaient un facteur d'actualisation à leur utilité future. Ce facteur d'escompte est proportionnel à la dispersion des croyances et son effet principal est un transfert entre consommation courante et consommation future. Cet effet est analogue à celui qui serait observé si on augmentait le niveau de risque dans l'économie. Ce « niveau de risque plus élevé » induit dans l'économie par la dispersion des croyances permet de prédire des niveaux de volatilité plus proches de ceux réellement observés que le modèle standard.

D'autre part, dans un modèle hétérogène, si la croyance de consensus est pessimiste, ce qui, au vu des études empiriques et expérimentales précédemment citées semble naturel, alors la prime de risque est plus élevée que dans le modèle standard, les taux courts sont plus bas, et on est en mesure d'expliquer des primes de risque et des taux courts conformes à ceux observés sur longue période.

En résumé, la prise en compte de l'hétérogénéité et de la subjectivité des croyances des agents permet d'apporter un éclairage intéressant sur l'énigme de la prime de risque et du taux d'intérêt ainsi que sur la volatilité « excessive » des actifs financiers. De façon plus générale, la recherche en finance comportementale ouvre la voie à une meilleure compréhension des décisions financières individuelles et de leurs conséquences pour les équilibres de marchés. ■