

L’HETEROGENEITE DES DECISIONS SPECULATIVES :
UNE EXPLICATION A PARTIR DES REPRESENTATIONS INDIVIDUELLES

Yamina Tadjeddine¹
FORUM, Université Paris X-Nanterre¹

L'objet de cet article est de comprendre les mobiles de la décision spéculative sur le marché des actions. La demande spéculative selon la définition de Kaldor dépend de la variation attendue du prix et du risque encouru. Par rapport à cette définition, on peut s'étonner de la forte diversité des comportements spéculatifs, quand on regarde la réalité des marchés mais aussi la littérature économique. Nous proposons une typologie fondée sur l'existence de différentes représentations du prix à court terme : la représentation fondamentaliste, stratégique et conventionnaliste. Nous définissons ensuite six règles de décision. Cette typologie permet d'appréhender sur une base unique la diversité des comportements observés et des théories existantes.

English title : An explanation of speculative heterogeneity : the influence of price representation

This paper deals with heterogeneity on the stock market. The question is to understand why speculative behaviours are persistently so different. We develop a cognitive point of view. Speculative orders have to be understood from individual price representation and information. We distinguish three price models : fundamentalist, strategic and conventionalist. Finally, we define six cognitive rational behaviours, based on price representation and nature of private information.

Mots clés : spéculation, décision, information, prix
JEL : G14, G10

¹ Cet article est issu du chapitre 4 de ma thèse de doctorat. Je remercie particulièrement A. Orléan, M. Aglietta, P. Artus, G. Prat, D. Zajdenweber, R. Topol pour leurs suggestions et leurs remarques. Je remercie vivement B. Walliser pour ses critiques. Vincent Bignon et Régis Breton ne sauraient être oubliés aussi. Je demeure toutefois seule responsable d'éventuelles erreurs ou insuffisances.

1.INTRODUCTION :

La compréhension de l'activité des spéculateurs sur les marchés financiers constitue un élément capital pour quiconque s'interroge sur la dynamique financière. En effet, les ordres passés à des fins spéculatives influencent la formation du prix et peuvent être à l'origine d'instabilités fortes (voir Orléan [1999]). La définition que nous retiendrons ici de la spéculation est celle de Kaldor (1939/1987). Un ordre spéculatif est un ordre motivé uniquement par une variation attendue du prix. La position spéculative est intrinsèquement court termiste : il s'agit de profiter d'une évolution rapide des cours, à la hausse ou à la baisse. Une manière d'appréhender les variables qui sont à l'œuvre dans ce type de décision financière est de considérer les comportements effectifs des spéculateurs, que ce soit à travers des récits de traders² ou d'observations *in situ*. Cet article s'inscrit au sein d'une série de travaux consacrés à l'étude du processus de décision des traders, regroupée sous le terme de finance comportementale (« behavioral finance »)³. Ces recherches ont conclu sur la nécessité d'intégrer les paramètres cognitifs et psychologiques. L'existence de biais cognitifs récurrents (surconfiance en soi⁴, surréaction aux annonces⁵) ou encore l'usage par les agents de modèles mentaux (Shiller [1989], [2000]) influencent aussi bien les décisions des opérateurs, que le conseils donnés par les analystes. Nous proposons ici une approche complémentaire à la finance comportementale reposant sur l'existence de représentations différentes du prix.

L'observation des décisions des spéculateurs montre que ceux-ci utilisent diverses sources d'informations (annonces de données macro-économiques ou chiffres concernant l'activité de la firme, rumeurs, humeur du marché, séries des prix passés) qui les renseignent sur l'évolution attendue de la valeur de la firme, l'opinion future du marché ou la réaction prévue de certains opérateurs. Ainsi, un trader peut prendre une position suite à l'intervention d'un dirigeant d'une entreprise informant la communauté financière de la croissance des bénéfices. Il peut tout aussi bien décider de vendre parce qu'il a appris qu'un fonds de pension venait de se désengager sur un titre ; ou encore acheter en suivant des pratiques chartistes⁶. Il existe ainsi une pluralité de règles à l'œuvre dans la prise de décision de nature spéculative. Est-il possible de donner une explication économique à cette diversité comportementale, ou au contraire faut-il voir en ce qu'un sociologue français qualifiait récemment de " bazar de la rationalité" (O. Godechot [2000]) une conséquence sociale des parcours des individus ? Notre article cherche à donner des bases d'une compréhension cognitive de la diversité des règles de décision.

² Bagehot W. [1873/1999], Godechot [2001], Graham B. [1991], Lefèvre E. [1923/1994], Schwager J.D. [1996], Soros G. ([1996], [1998]),...

³Voir le travail initial de Thaler R.H. [1993].

⁴Voir Hirshleifer et Luo [2001], Hirshleifer et Subrahmanyam [1998].

⁵Voir notamment De Bond et Thaler [1985], Tordjman [1996].

⁶ Le chartisme encore appelé analyse technique est une pratique très fréquente dans les salles de marchés et consiste à anticiper la tendance future des prix à partir des séries de prix et des volumes passés. Pour une présentation de ces techniques, voir Pring [1985].

Nous montrerons ici qu'il est possible de catégoriser ces différentes règles suivant une articulation simple reposant sur la façon dont l'intervenant conçoit la formation à court terme du prix sur le marché. Précisons un peu ce point.

La règle la plus connue chez les économistes⁷ et les praticiens est la règle dite « fondamentaliste ». Le spéculateur s'informe sur l'évolution de données réelles susceptibles d'influencer l'activité future de la firme afin d'estimer ce que sera la valeur future de la firme. Il achète s'il estime que la valeur réelle de l'entreprise va croître et que cette augmentation se traduira par une hausse des cours. De la sorte, il pourra revendre à un prix supérieur les titres qu'il aura préalablement acquis. On peut caractériser le spéculateur fondamentaliste comme un individu qui croit que le prix à court terme sur le marché se forme à partir de la valeur réelle de la firme, et qui s'informe sur l'évolution de cette valeur.

Considérons à présent le trader qui fonde son ordre sur l'opinion du marché. Il croît alors que le prix dépend de l'opinion, et non de la valeur fondamentale. Il s'informera dans ces conditions sur l'humeur du marché plutôt que sur l'évolution des données réelles de l'économie.

Ces deux comportements donnent lieu à des interventions différentes sur le marché : l'opinion n'est pas nécessairement fonction de l'évolution de la valeur fondamentale. Mais chaque comportement présuppose que l'acteur adhère préalablement à une représentation sur les modalités de formation du prix à court terme sur le marché financier. La décision spéculative doit être entendue au regard de la représentation adoptée par l'individu quand il est intervenu.

Nous montrerons dans cet article qu'il est possible de distinguer trois représentations à court terme du prix : la représentation fondamentaliste où le prix est égal à la valeur fondamentale, la représentation stratégique où le prix dépend des demandes et des offres des autres intervenants et enfin la représentation conventionnaliste dans laquelle le prix est fonction de l'opinion du marché, définie comme une convention. L'hétérogénéité des règles de décision spéculative apparaît comme la conséquence de la diversité des représentations des spéculateurs sur le fonctionnement à court terme du marché.

Pour appréhender au mieux les raisons qui ont conduit un intervenant à passer un certain ordre sur un titre, il importe d'analyser trois éléments : les caractéristiques particulières du marché et du titre au moment où l'individu a passé son ordre, la représentation qu'il a adoptée pour rendre compte au mieux de la formation du prix et le signal qu'il a choisi pour anticiper ce que sera le prix. Le critère de rationalité cognitive (Walliser [1989], [2000]) rend compte de cette articulation⁸. Sur cette base, nous construisons une typologie des règles spéculatives, reposant sur la cohérence entre décision individuelle, représentation sur le fonctionnement du marché et signal informationnel. Notre article propose aussi une taxinomie des modèles micro-économiques financiers consacrés à la question de la spéculation. Le choix des articles cités dans cette taxinomie ne saurait être exhaustif. Il s'agit d'articles que l'auteur a estimés intéressants pour illustrer chaque règle de décision spéculative.

⁷ On retrouve la description de cette règle chez A. Smith et J. Stuart-Mill. Le terme de fondamentaliste a été popularisé avec les travaux de Frankel et Froot [1990] consacrés à la formation du taux de change, qui opposent fondamentalistes et chartistes.

⁸ "Cognitive rationality", concerned with consistency between current beliefs and detained information.", Walliser [1989], p. 7

Nous reviendrons dans une première section sur les trois représentations possibles pour rendre compte du fonctionnement à court terme du marché. Nous exposerons ensuite notre typologie des décisions spéculatives.

2. TROIS REPRÉSENTATIONS COHERENTES : MODELES FONDAMENTALISTE, STRATEGIQUE, CONVENTIONNALISTE

Il est acquis (depuis les articles classiques de Shiller [1981] et Summers [1986], Barsky R.B., De Long J.B. [1993],...) qu'à court terme, les marchés boursiers connaissent des évolutions difficilement appréhendables à partir des seuls fondamentaux. Les mouvements infrajournaliers qui intéressent au premier plan les spéculateurs dépendent des rumeurs, des interventions d'acteurs privilégiés, des annonces des dirigeants,... Les caractéristiques du marché en terme de liquidité, de volume de titres échangés, de nombre d'intervenants, d'informations,... diffèrent considérablement d'un jour à un autre et même au cours d'une journée. C'est dans ces conditions que les spéculateurs doivent, pour anticiper ce que sera le prix, déterminer la représentation qui explique le mieux le fonctionnement du marché au moment où ils prennent leur décision. La représentation adoptée est contingente aux caractéristiques du marché.

A travers nos lectures et nos entretiens, nous avons constaté que trois représentations suffisaient pour expliquer l'origine de l'hétérogénéité des comportements spéculatifs. Elles reposent sur une construction logique du prix à partir d'une croyance sur le fonctionnement du marché. Chacune est fondée sur un courant reconnu de la micro-économie financière. Ces trois représentations sont : le modèle fondamentaliste, stratégique et conventionnaliste.

1- la représentation fondamentaliste

La représentation fondamentaliste est certainement le modèle le plus communément retenu, à la fois par les praticiens et les théoriciens. Cette théorie a pour base l'idée que tout titre financier a une valeur dont le prix de marché est le reflet. Dans le cas d'une action, cette valeur objective est appelée "valeur fondamentale". Il s'agit d'une mesure de l'activité future de la firme ; mesure rendant compte des profits et donc des dividendes induits par son activité. Plusieurs modèles d'évaluation financière existent pour estimer cette valeur. Citons par exemple, la somme actualisée des dividendes anticipés, le recours aux cash flows ou encore aux options réelles. Dans cette représentation, le prix du marché apparaît comme une donnée objective, résultant d'une réalité extérieure, indépendante des décisions des opérateurs. Le cours du titre est une estimation fidèle des bénéfices futurs. Cette estimation est une donnée extérieure au marché ; elle peut donc être considérée comme objective. Toutefois, parce qu'elle dépend de variables anticipées, elle est au mieux subjective et bien souvent de nature conventionnelle⁹.

Dans cette représentation, l'agent croit que le prix s'établit conformément à la valeur de la firme et cherche à s'informer sur l'évolution attendue de celle-ci. Considérons un agent qui adhère à la représentation fondamentaliste et qui souhaite anticiper le cours d'une entreprise spécialisée en biotechnologie. Il lui suffit de connaître ses perspectives de vente, ses coûts de production, pour estimer sa capacité à générer des profits et calculer ainsi sa valeur fondamentale.

⁹ Pour plus de précision voir Chap. 1, Tadjeddine [2000].

Le modèle fondamentaliste (M_f) peut se résumer par l'égalité $P_t = VF_t$ (le prix P_t est égal à la valeur fondamentale VF_t).

2- La représentation stratégique

Le second modèle de prix abandonne toute idée de valeur pour considérer que la Bourse, comme tout marché, est régie par la loi de l'offre et de la demande. Pour connaître le prix, le spéculateur doit analyser les offres et les demandes, ce qui suppose l'étude préalable des croyances des intervenants, puisque *in fine*, toute transaction financière dépend des anticipations des divers opérateurs. Selon cette seconde représentation du fonctionnement du marché, le prix apparaît comme le produit des croyances individuelles. Nous qualifions de stratégique cette représentation, puisqu'elle dépend des stratégies mises en place par les acteurs. On nommera stratège le spéculateur qui retient le modèle stratégique. Pour un stratège, seules comptent les croyances des autres, aussi infondées soient-elles au regard des fondamentaux. Le processus de formation du prix ne dépend plus d'une réalité extérieure au marché, il est le produit complexe de la subjectivité des acteurs. De nombreuses configurations peuvent apparaître suivant le nombre de stratèges, la nature des règles, le degré d'interdépendance entre les décisions. Nous avons choisi de nous intéresser aux deux situations extrêmes : quand un seul stratège est présent sur le marché et quand tous les acteurs sont des stratèges.

Ce dernier cas de figure signifie que tous les intervenants cherchent à anticiper ce que les autres vont faire. Leur action n'est pas définie *a priori*, elle dépend uniquement des croyances faites sur le comportement des autres. Orléan [1988] et Dupuy [1989] utilisent le terme d'autoréférentialité pour qualifier cette situation. En effet, les agents vont mobiliser des croyances croisées spéculaires : chacun cherche à connaître ce que les autres croient. Il n'est plus du tout fait référence à une réalité objective extérieure ni à un quelconque référent commun à la communauté financière. On retrouve la situation décrite par Keynes dans l'allégorie du concours de beauté¹⁰.

L'équilibre atteint dans ce contexte est de type connaissance commune où chacun cherche à savoir ce que l'autre croit. L'équilibre est *a priori* indéterminé : le prix résulte de la confrontation des croyances croisées des intervenants. On retrouve cette situation lors des paniques boursières (Dupuy [1991]). L'absence d'un référent collectivement admis pour fonder le prix oblige les opérateurs à s'intéresser à ce que les autres croient. Un fonctionnement autoréférentiel du marché interdit toute forme de spéculation. En effet, il s'avère impossible de

¹⁰ « Ou encore, pour varier légèrement la métaphore, la technique du placement peut-être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. Il ne s'agit pas pour chacun de choisir les visages qui, autant qu'il en peut juger, sont réellement les plus jolis ni même ceux que l'opinion moyenne considérera réellement comme tels. Au troisième degré où nous sommes déjà rendus, on emploie ses facultés à découvrir l'idée que l'opinion moyenne se fera à l'avance de son propre jugement. Et il y a des personnes, croyons-nous, qui vont jusqu'au quatrième ou cinquième degré ou plus loin encore. » Keynes [1937] p. 171.

construire une position tenant compte de ce que sera le prix. Ce résultat a été démontré par Milgrom et Stokey [1982].

Considérons à présent la situation où un seul stratège (indiqué S avec une demande notée X^S) est présent sur le marché. Pour simplifier, nous supposons que les croyances des autres acteurs peuvent se résumer à une règle unique (X^N), que nous qualifions de naïve en cela qu'elle ne tient pas compte de l'action du stratège. La représentation que le stratège se fait du fonctionnement du marché est contingente à cette règle. Si l'on considère que le stratège n'a qu'une influence mineure sur le prix, alors le prix dépendrait uniquement de la règle naïve. Supposons à présent, et ce sera le cadre de référence de la représentation stratégique, que le stratège soit en mesure d'influer sur le prix. Sa connaissance couplée du comportement "naïf" des autres agents et du mécanisme de formation du prix lui permet de "faire le prix" afin de maximiser son profit. Cette configuration du marché s'apparente à un régime transitoire de concurrence imparfaite¹¹ dans lequel un acteur, le stratège, dispose du pouvoir de faire le prix. Nous donnerons, dans la partie suivante de cet article, des exemples de ce type de comportement.

Nous nous concentrerons sur cette dernière situation. Dans le modèle stratégique (M_S) le prix P est défini comme une certaine fonction F de la demande du stratège et de celles des autres acteurs : $P=F(X^S, X^N)$.

3- La représentation conventionnaliste

Dans la représentation conventionnaliste, le prix se forme conformément à une régularité particulière. Sous sa forme la plus simple, cette régularité stipule que le prix (P) est une certaine fonction (F) d'un signal ou d'un ensemble de signaux, noté λ . Il pourra s'agir d'un signal parfaitement arbitraire comme, par exemple, l'évolution des taches solaires. Chacun connaît cette régularité impliquant un certain signal et sait qu'elle sera suivie par tous les membres de la communauté financière. F et λ sont des objets dont chaque investisseur reconnaît la légitimité. Il s'agit donc d'une convention et l'on qualifiera cette représentation de conventionnaliste. Le prix d'équilibre peut être défini comme un équilibre corrélé¹² et s'écrit : $P_t=F(\lambda_t)$

Les bulles rationnelles sont des exemples de modèle conventionnaliste. Dès lors que tous les intervenants du marché croient à une certaine relation explicative du mécanisme d'émergence du prix d'équilibre, chacun aura intérêt à connaître cette loi. L'adhésion procède d'une attitude pragmatique plus que scientifique : l'agent a le plus souvent conscience que cette loi ne saurait expliquer les mouvements à long terme des prix. Mais à court terme, l'opinion qui fait le prix, évolue conformément à cette loi et c'est la raison pour laquelle il adhère pleinement à cette représentation¹³. Azariadis [1993] précise que ces signaux qui entrent dans la convention peuvent être extérieurs ou internes au marché.

¹¹ Par régime transitoire, nous entendons que le marché présente par moment les caractéristiques (en terme de liquidité, de transparence) d'un monopole. Pendant ce laps de temps, l'agent monopoleur peut choisir le prix futur tel qu'il maximise son profit.

¹² Défini par Aumann [1974], le concept d'équilibre corrélé permet d'expliquer comment une coordination peut s'opérer grâce à l'existence d'un signal informationnel observable par tous les acteurs.

¹³ "Les agents ont certainement raison de croire en cette théorie, et de n'en point changer : chaque nouvelle observation vient corroborer le bien-fondé de leur choix initial. [...] La validité des prédictions n'est pas la

Le recours aux taches solaires pour expliquer le fonctionnement du marché est une illustration de représentation conventionnaliste exogène : tous les agents s'accordent sur une régularité de l'évolution des prix impliquant l'apparition de taches sur le soleil¹⁴.

Une illustration de représentation conventionnaliste fondée sur des signaux endogènes réside dans les lois chartistes. Ces lois stipulent une certaine régularité endogène des prix, indépendante des fondamentaux¹⁵. Il en est ainsi de certaines figures marquantes (épaules, triangles ascendants/descendants, tunnels) dont la seule détection indique l'évolution future des cours. Par exemple, la figure « épaule » stipule qu'après une hausse suivie d'une baisse modérée, le cours va connaître une forte hausse, suivie d'une forte baisse, puis un sursaut à la hausse. La seule justification apportée à cette loi réside dans sa validité empirique. Voici par exemple les propositions visant à expliquer la validité de l'analyse technique figurant dans un ouvrage de praticien de la finance :

« Les hypothèse de départ de départ qui s'applique à l'analyse technique sont les suivantes :

- le marché offre une information suffisante pour que l'on puisse déduire ses tendances ;
- les prix évoluent suivant les tendances, des mouvements ou des règles déterminées ;
- ce qui a lieu dans le passé se produira dans l'avenir » (Amat et Puig [1991], p. 9)

L'étude des séries passées de prix fait apparaître des régularités qui deviennent ensuite des lois. Il est normal alors que certains utilisent ces lois pour anticiper le prix futur. Quand ils deviennent suffisamment nombreux, le prix peut dépendre principalement de ces figures. C'est ainsi que le fonctionnement du marché à un instant donné peut s'apparenter à une représentation conventionnaliste endogène.

Le modèle conventionnaliste diffère du modèle fondamentaliste puisque la valeur fondamentale ne constitue pas nécessairement le référent commun. L'individu conventionnaliste peut très bien avoir connaissance de la valeur fondamentale mais anticiper un prix différent, estimé au regard de l'opinion du marché¹⁶.

Ce modèle diffère également de la représentation stratégique puisque les croyances mobilisées sont des croyances communes et légitimées. L'équilibre est le produit intersubjectif et stabilisé de "l'opinion du marché". Un acteur ne peut pas à lui seul provoquer un changement de prix : le prix est une donnée conventionnelle qui s'impose à tous.

Le tableau suivant résume les caractéristiques de ces trois représentations :

Tableau 1 : les trois représentations du fonctionnement du marché

Modèles (M)	Fondamentaliste P=VF	Stratégique P=F(Xs, Xn)	Conventionnaliste P=F(λ)
------------------------	---------------------------------	------------------------------------	-------------------------------------

traduction d'une loi naturelle [...] : elle n'est exacte que dans la mesure où elle est considérée comme telle." (Chiappori [1994], p. 72).

¹⁴ Une autre illustration nous est fournie par l'ouvrage de Richard [1998] : *La Bourse serait-elle aussi gouvernée par les astres*, qui explique l'évolution des cours à partir de la révolution des astres.

¹⁵ Précisons que cela n'est pas vrai de toutes les lois chartistes. Certaines, comme la théorie de Dow, s'appuie sur la nature de l'information véhiculée par les prix. Elles diffèrent donc des lois présentées ici. Voir section suivante.

¹⁶ Nous retrouvons ici la remarque de Keynes : "Il ne serait pas raisonnable en effet de payer 25 pour un investissement dont on croit que la valeur justifiée par le rendement escompté est 30, si l'on croit aussi que trois mois plus tard le marché l'évaluera à 20." (p. 170)

Représentation du prix	capacité de la firme à faire des profits	Demandes des acteurs	Opinion du marché
Définition de l'équilibre	Données objectives	Equilibre de type concurrence imparfaite	Convention
Évaluation	« Objective » ¹⁷	Subjective	Intersubjective ¹⁸
Théories économiques	Analyse financière standard	Concurrence imparfaite	Bulles rationnelles
Description de la règle d'action	Connaître la valeur fondamentale	Connaître les règles de décision des autres opérateurs du marché	Connaître la régularité $F(.)$ et le signal conventionnel λ

3. SIX REGLES DE DECISION SPECULATIVE

Pour comprendre la décision d'un spéculateur, il importe tout d'abord d'analyser la façon dont il conçoit le processus à court terme de formation du prix. Nous avons vu dans la partie précédente qu'il était possible de distinguer trois représentations.

L'ordre passé dépend aussi de l'information retenue par l'agent pour fonder son anticipation. Cette information doit être cohérente avec la représentation qu'il a adoptée. Ainsi, s'il croit à la représentation fondamentaliste, il devra s'informer sur l'évolution de la valeur fondamentale. S'il croit au modèle stratégique, la connaissance des règles naïves des autres agents lui est nécessaire. Enfin, la représentation conventionnaliste impose à l'agent de connaître la régularité F et la loi du signal λ .

Traditionnellement, on oppose informations publiques et informations privées. Les premières sont accessibles à tous tandis que les secondes sont propres à certains individus. Nous avons préféré une autre partition suivant que l'information est extérieure ou au contraire produite par le marché. Dans la première catégorie, on retrouve les chiffres macro-économiques (taux de change, taux d'intérêt, chômage, PIB, humeur des consommateurs,...) publiés ou prévus, les données concernant spécifiquement la firme (bénéfices réalisés ou prévisionnels, licenciements, projet de croissance externe,...) ou son secteur (fusion de concurrents, découverte technologique,...). Ces éléments concernent directement la valeur fondamentale. On trouve aussi des données telles que les taches solaires, les résultats de football ou encore la météo qui pourraient influencer l'opinion du marché.

La seconde catégorie, les signaux endogènes, regroupe toutes les données produites par le marché. Il s'agit des séries de prix (la volatilité, la tendance), mais aussi la fréquence et le volume de titres échangés ou l'identité des intervenants (gérant de fonds, opérateur réputé,...). Le contenu informationnel de ces éléments a été souligné par les travaux récents consacrés aux micro-structures du marché financier (voir Biais, Foucault et Hillion [1997]). Ainsi, un accroissement des prix pourra être interprété comme une augmentation de la valeur

¹⁷ Les guillemets soulignent le fait que la valeur est une donnée extérieure au marché.

¹⁸ Le terme d'intersubjectivité traduit le fait que l'équilibre se fonde sur des repères stabilisés, admis et connus de tous.

fondamentale pour un opérateur qui adhère à une représentation fondamentaliste, ou traduire une opinion du marché haussière pour celui qui croît à une représentation conventionnaliste.

En croisant le modèle de prix et la nature du signal, nous obtenons six règles de décision. Pour chacune de ces règles, nous donnerons un exemple d'article théorique¹⁹ ainsi qu'une illustration empirique.

3.1. LA SPECULATION FONDAMENTALISTE

Le premier type est la spéculation fondée sur une représentation fondamentaliste (M_{vf}) : le prix est supposé égal à la valeur fondamentale, considérée comme une donnée extérieure. Le spéculateur construit son action indépendamment des décisions des autres intervenants sur le marché. Il doit anticiper les variations de la valeur fondamentale. Il peut pour cela retenir des signaux exogènes ou endogènes.

3.1.1. la spéculation fondamentaliste exogène

Le spéculateur fondamentaliste exogène se réfère à un signal exogène pour anticiper la variation de la valeur fondamentale. On retrouve ici le cadre proposé par la théorie financière standard (Friedman [1953], Lucas [1978]). Le modèle de Grossman [1976] par exemple explicite la demande d'un agent informé sur la valeur fondamentale, en soulignant l'influence décisive de l'anticipation du prix construite à partir du signal exogène reçu ainsi que du degré d'aversion au risque²⁰.

Un investisseur, interviewé au sujet de l'introduction sur le Marché Libre d'une firme B to C ("Business to Consumer") en septembre 1999²¹, expliquait : "J'achète parce que les chiffres d'affaire vont croître avec l'explosion actuelle du commerce électronique." Il justifiait sa décision en s'appuyant sur les budgets prévisionnels accompagnant l'introduction en Bourse et des commentaires d'analystes financiers. Le spéculateur anticipe une hausse de la valeur de la firme, calculée à partir des chiffres d'affaires prévisionnels publiés par les analystes financiers. Cet accroissement attendu de la valeur fondamentale implique, selon un modèle fondamentaliste, une hausse à venir du prix. La décision d'achat s'impose donc au regard de l'évolution attendue des fondamentaux de l'économie. Il est important de souligner que le spéculateur considère la différence entre le prix anticipé et le prix courant. Il peut, dans ces conditions, être amené à acheter très cher des titres dès lors qu'il estime une explosion des bénéfices de la firme à court terme. La décision peut paraître *a posteriori* incompréhensible mais à l'instant où le spéculateur achète, il a en tête un scénario particulier de croissance de la valeur fondamentale parfaitement compatible avec son acte.

Cette spécification de la décision spéculative est la plus usuelle en théorie économique. Elle est qualifiée de "stratégie fondamentaliste".

¹⁹ Notre article n'est pas une revue de la littérature. Notre typologie propose une classification des modèles micro-économiques financiers existants.

²⁰ Pour une présentation détaillée voir Orléan, Tadjeddine [1998]

²¹ Voir Tadjeddine [2000], thèse de doctorat

3.1.2. la spéculation fondamentaliste endogène

Le spéculateur fondamentaliste endogène estime que le prix varie en fonction de la valeur fondamentale et se réfère à un signal endogène pour anticiper cette variation. Dès lors qu'un agent a des doutes sur le contenu informationnel de son signal privé, il pourra être tenté d'intégrer le choix effectué par les autres agents. Banerjee [1992] qualifie cette intrusion d'un signal produit par la communauté dans la sphère décisionnelle privée de "heard externality" dans la mesure où l'imitation peut améliorer la qualité de la décision. Il donne l'illustration du choix d'un restaurant et de l'influence que peut exercer sur la décision d'un acteur, la fréquentation du restaurant. Un quidam doit choisir entre deux restaurants A et B. On lui a conseillé A, mais arrivé à l'entrée, il constate que A est vide alors que B est très fréquenté. Sa croyance *a priori* peut être révisée en intégrant le paramètre nouveau constitué par le choix des autres. Il peut finalement opter pour le restaurant B. Le choix des autres apporte une information nouvelle à l'agent qui peut le conduire à modifier sa décision dès lors qu'il estime que les autres sont mieux informés que lui.

Considérons la pertinence de recourir au prix du marché pour s'informer sur la valeur fondamentale. L'agent peut estimer que des agents informés avant les autres sur l'évolution de la valeur fondamentale sont intervenus sur le marché. De la sorte, une partie de leur information privée exogène a été incorporée dans les prix. Toutefois, le prix doit encore varier puisque toute l'information n'a pas encore été incorporée. La tendance observée des cours devrait se poursuivre. Le spéculateur adopte ainsi un comportement de suiveur de tendance qu'il justifie par des considérations fondamentalistes. Cette attitude est conforme aux résultats traitant de la rationalité du mimétisme informationnel (Bikhandani, Hirshleifer et Welch [1992], Orléan [1998],...) à savoir qu'il est pertinent pour un agent non-informé de suivre le prix qui agrège les informations reçues par les autres acteurs, supposés mieux informés.

La théorie de Dow²² (Pring 1985) est une règle chartiste soulignant la pertinence de suivre les signaux endogènes pour construire sa stratégie. Elle aide à détecter des signaux d'achat ou de vente à partir de l'information fournie par le marché (voir Amat et Puig [1991]). Plus précisément, Dow distingue trois phases dans l'évolution du marché : la phase primaire, qui correspond à la tendance globale et qui dure une ou plusieurs années), secondaire, qui se traduit par une correction de cette tendance sur un à quatre mois, tertiaire qui traduit des mouvements plus erratiques à très court terme. Dow définit ces phases à partir de deux outils graphiques : les lignes de résistance (ligne qui relie les cours maximaux enregistrés par un titre pendant un certain laps de temps) et les lignes de soutien (ligne qui relie les cours minimaux enregistrés par ce même titre au cours du même laps de temps). Un opérateur qui adhère à cette théorie se fie uniquement à la position du titre par rapport à ces lignes pour anticiper ce que sera le prix futur. *A priori*, cette démarche, n'a que peu avoir avec la valeur fondamentale. Pourtant, l'explication donnée par Dow sur l'évolution du marché repose uniquement sur l'entrée et la sortie d'agents informés sur la valeur fondamentale. Le mouvement de prix, par exemple quand le prix dépasse pour la première fois sa ligne de résistance, doit être entendue comme l'entrée sur le marché d'opérateurs informés d'une hausse à venir de la valeur fondamentale. Un spéculateur adhérant à la théorie de Dow et observant cette figure sur le marché, achètera parce qu'il anticipe une hausse du prix induite par la hausse de la valeur fondamentale. Un chartiste utilisant la théorie de Dow croit implicitement à une représentation fondamentaliste.

²² Dow n'a jamais écrit de livre sur sa théorie. Il exprimait seulement des idées dans les éditoriaux du Wall Street Journal. Après sa mort en 1902, ses éditoriaux furent compilés et publiés.

De nombreux autres exemples nous ont été donnés lors de nos lectures ou nos entretiens sur l'intérêt de recourir à des signaux endogènes pour anticiper l'évolution de la valeur fondamentale. La tendance observée, les volumes échangés, la fréquence sont autant de signaux informant sur la valeur fondamentale. Ainsi un trader en compte propre sur le marché français m'expliquait : « Ce qui marche le mieux comme signal, c'est l'intervention d'agents non résidents. »²³

Il estimait en effet que l'intervention d'un fonds ou d'une banque étrangère présupposait que ces derniers avaient eu accès à des informations capitales sur l'activité de la firme.

L'adoption du comportement fondamentaliste endogène résulte d'un arbitrage informationnel : l'intervenant estime que le prix dépend de la valeur fondamentale, mais considère que le signal endogène lui apporte une information de meilleure qualité qu'un signal exogène. Un spéculateur peut adopter un comportement chartiste tout en adhérant à une représentation fondamentaliste du prix. On voit ainsi l'intérêt de distinguer la nature du signal utilisé pour anticiper le prix de la représentation adoptée par l'agent. Le chartisme et le fondamentalisme²⁴ ne s'opposent plus nécessairement : le recours à un signal exogène ou à un signal endogène peut donner lieu à la même estimation de la valeur fondamentale future.

3.2. LA SPECULATION STRATEGIQUE

Dans le deuxième type de spéculation, l'intervenant adhère à une représentation stratégique du marché. Il estime donc que le prix à court terme dépend des croyances des acteurs présents sur le marché. Nous considérerons qu'il existe un stratège unique : les autres opérateurs décident suivant une règle connue du stratège et qui ne tient pas compte de la demande de celui-ci. De multiples situations répondent à cette définition. Tout dépend des demandes des autres opérateurs. Nous considérerons que celles-ci peuvent se résumer à une règle unique. Nous ne nous intéressons pas ici aux raisons qui justifient l'adoption de cette règle. Nous analysons seulement les conséquences de la présence de cette règle sur la décision d'un stratège. Pour rendre notre présentation cohérente, nous avons choisi de distinguer suivant que cette règle dépend d'un signal exogène ou non.

3.2.1. Spéculation stratégique et règle exogène

Considérons un marché sur lequel un nombre important d'agents fonde leur décision à partir de la réalisation d'un signal exogène. Par exemple, en continuité avec le paragraphe précédent, il peut s'agir d'opérateurs fondamentalistes préoccupés par les annonces concernant l'évolution de l'activité d'une firme. Le stratège dans cette situation sera celui qui connaît en avance l'information qui intéresse la communauté. On parle alors d'initié (« insider »).

Le modèle de Kyle [1985] décrit le comportement stratégique d'un informé, dans un marché où sont présents des teneurs de marché et des bruiteurs. Kyle montre que l'informé a intérêt à élaborer sa stratégie en tenant compte non seulement de son information, mais encore de la réaction attendue des teneurs de marché, qui cherchent à découvrir le signal privé de l'informé et de la présence d'agents non informés qui créent un bruit. L'initié fonde sa stratégie non pas directement en fonction de son information sur la valeur fondamentale, mais à partir de

²³ Voir Tadjeddine [1996]

²⁴ Selon la définition que nous avons adoptée dans cet article.

la réaction attendue des autres agents présents sur le marché. Kyle montre que l'initié peut avoir intérêt à dissimuler son information, afin qu'elle ne soit pas immédiatement révélée par les prix. De la sorte, il bénéficie d'une rente de monopole liée à son avance informationnelle. On retrouve la particularité du comportement stratégique, à savoir, la capacité offerte à un agent de faire le prix.

Nous avons choisi d'illustrer ce cas de figure avec un exemple historique célèbre : l'intervention sur le marché londonien du banquier Rothschild durant la bataille de Waterloo²⁵.

Rothschild bénéficiait d'un réseau d'information performant. Il apprit avant tout le monde que l'armée impériale française était en très mauvaise posture face à l'armée royale anglo-alliés. Sachant cela, il décida de vendre ses titres sur la dette anglaise. Dans la mesure où les opérateurs savaient le banquier très bien informé, ils interprétèrent cette vente comme la réception d'une information sur l'issue de la bataille, information augurant de la victoire impériale. Emboîtant le pas au banquier, ils vendirent à leur tour. Ce mouvement massif de vente provoqua une baisse des prix. C'est alors, en douce et par petits lots, que le banquier racheta à prix déprécié, tous les titres disponibles sur la place. Quand la défaite Napoléonienne fut annoncée publiquement, les cours grimpèrent et le banquier put revendre à des prix élevés les titres préalablement acquis.

Comment expliquer cette intervention de Rothschild le 18 juin 1815 ?

Supposons tout d'abord que le banquier adhère à une représentation fondamentaliste. L'information précieuse sur l'issue de la bataille aurait dû guider sa décision. Profitant de son avantage informationnel, il aurait acheté des titres en anticipant que le cours allait à coup sûr s'accroître quand la communauté financière anglaise apprendrait la défaite de Napoléon. Il aurait alors vendu en réalisant un profit lié à la hausse de la valeur fondamentale : l'Etat anglais victorieux pourrait sans problème rembourser ses dettes et l'économie anglaise serait prospère.

Or, il n'a pas procédé ainsi. Il a choisi de vendre parce qu'il savait la présence sur le marché d'acteurs particuliers et qu'il connaissait leur fonction de demande. Cette fonction dépendait de l'évolution de la valeur fondamentale, très liée à l'identité du vainqueur et tenait compte aussi de l'attitude du banquier, connu pour ses informations privilégiées. Dans la représentation fondamentaliste, seule l'issue de la bataille aurait dû importée dans la prise de décision. En tenant compte de l'influence exercée par sa propre demande sur les autres intervenants, le banquier a opté pour une représentation stratégique : son anticipation du prix futur dépendait de sa propre demande et de celles des autres intervenants. Sa décision de vendre, alors même qu'il était parfaitement informé de l'évolution militaire, avait uniquement pour finalité de provoquer une vente massive des titres à même de faire baisser les cours. Ainsi, c'est bien la connaissance du banquier sur les croyances des autres acteurs et son avance informationnelle qui expliquent son intervention sur le marché. Son pouvoir de marché s'est exercé quand par ses ventes il a délibérément infléchi le cours du titre.

Une décision spéculative de type stratégique exogène sera reconnaissable en cela qu'elle implique que le spéculateur dispose d'une avance informationnelle et qu'il construise son intervention en tenant compte de l'influence qu'il exerce sur le prix et sur les autres agents.

3.2.2. Spéculation stratégique et règle endogène

Dans la seconde configuration, le stratège prend conscience de la présence sur le marché d'opérateurs dont la fonction de demande dépend exclusivement de signaux endogènes (prix, volume, identité de l'intervenant). Il va en tenir compte dans la construction de son anticipation

²⁵ Pour une description voir Benabou et Laroque [1992]

du prix futur. La position spéculative qu'il adopte dépend exclusivement de l'existence de ces opérateurs. Nous donnerons deux illustrations de ce cas de figure.

Considérons tout d'abord une configuration du marché où de nombreux intervenants sont suiveurs de tendance : ils achètent (vendent) quand une hausse (baisse) est survenue sur le marché.

Un stratège apprend cette situation. Il sait donc qu'une hausse des prix engendra automatiquement des ordres d'achat. En supposant que le marché ne soit pas totalement liquide, il peut, en se portant acquéreur de titres, initier une hausse des prix. Il est donc en mesure d'anticiper le prix futur en fonction de sa propre demande et de provoquer l'entrée automatique des suiveurs de tendance. Son intervention lui permet de réaliser un profit spéculatif en revendant aux suiveurs de tendance à un prix supérieur, les titres qu'il a acquis. Le modèle de De Long, Shleifer, Summers et Waldmann [1990] décrit précisément cette situation. Les auteurs montrent que les spéculateurs maximiseront leur profit en tenant compte uniquement des demandes des suiveurs de tendance.

Un second cas de figure réside dans l'existence de l'adoption par de nombreux intervenants de règle de vente automatique, fondée sur l'évolution des prix. Certains intervenants du marché, afin de se prémunir d'une perte trop importante, utilisent une règle de décision, dite du "stop loss", visant à vendre automatiquement dès lors que le cours a atteint un certain seuil. Ce seuil est fixé préalablement par les opérateurs. Il s'agit théoriquement d'une donnée confidentielle. Supposons toutefois qu'un stratège en ait connaissance à l'insu de ces opérateurs. Il aurait intérêt à provoquer une baisse du cours, en vendant afin que le prix atteigne le seuil de vente automatique. Il sait, en effet, qu'alors des ordres de vente seront automatiquement passés, provoquant une nouvelle baisse des cours. Il pourra alors racheter à bas prix les titres préalablement vendus. Le récit de Monroe Trout²⁶, un trader en compte propre, illustre ce type de spéculation :

“ Qu'est ce que vous avez appris sur le plancher ?

J'ai appris à comprendre où les gens aiment placer leurs stops.

Et, où aiment-ils les placer ?

Juste au-dessus du haut et au-dessous du bas de la séance précédente.

Au fond, il n'est pas incorrect de dire que les marchés sont attirés par ces points ? Est-ce qu'une concentration de stops sur certaines zones agit sur les courtiers de parquet comme un aimant ?

C'est tout à fait cela. C'est comme cela qu'une majorité de locals [nom des négociateurs de parquet sur les marchés de Chicago] font leur argent. Ils essaient de savoir où se trouvent les concentrations d'ordres stop. [...] j'ai un assez bon œil pour deviner où les stops vont être concentrés. J'y arrive même si je ne suis pas sur le parquet. Aussi, j'essaie de me placer sur le marché un petit peu avant que ces niveaux soient atteints, essayant parfois de déclencher les stops moi-même. Comme cela, le marché "fuse" en avant. ”

On voit dans cet exemple que le trader s'intéresse uniquement à la présence de certains agents pour fonder sa décision. Il anticipe ce que sera le prix futur en fonction de l'existence de ces points seuils. La valeur fondamentale n'est aucunement prise en compte. La seule information nécessaire réside dans la connaissance des demandes des autres agents, demandes qui dépendent seulement des prix.

²⁶ Cet entretien figure dans l'ouvrage de Schwager [1996], p. 171 et suivantes.

La spéculation stratégique repose sur un régime transitoire de concurrence imparfaite qui permet à un individu, le stratège, de profiter d'une rente de monopole. Ce type de spéculation a un écho fort auprès de l'opinion publique à travers l'allégorie du spéculateur initié abusant des non initiés²⁷. Mais, il est rare qu'un opérateur soit en mesure de mettre en œuvre une telle stratégie : il lui faut en effet connaître les règles de décision des autres intervenants.

3.3. LA SPECULATION CONVENTIONNALISTE

Le dernier type de spéculation est fondé sur la représentation conventionnaliste (M_C) : le prix dépend d'une certaine régularité F et d'un signal λ . Le spéculateur conventionnaliste doit anticiper l'évolution de ce signal. Nous distinguons deux situations suivant que λ est exogène ou endogène.

3.3.1. la spéculation conventionnaliste exogène

Le trader estime que le prix est fonction de l'opinion du marché et que cette opinion dépend de signaux exogènes. Le spéculateur doit donc disposer d'une information sur la réalisation de ces signaux conventionnels. S'il est informé que l'opinion deviendra haussière à la période suivante, il a intérêt à acheter aujourd'hui afin de revendre demain. On retrouve ici la littérature sur les taches solaires et les équilibres autoréalisateurs²⁸. Un spéculateur dans cette situation anticipera au mieux le prix futur en connaissant la théorie qui fonde l'équilibre autoréalisateur.

Il est ainsi une croyance étonnante sur le marché américain qui attache l'évolution du prix à l'issue de la finale de football américain opposant les premiers de chacune de deux ligues NFC (National Football Conference) et AFC (American Football Conference). Suivant le vainqueur du Super Bowl, le marché ouvrira à la hausse ou à la baisse le lundi suivant. Krueger et Kennedy²⁹ ont testé cette " anomalie " sur l'indice américain Standard&Poor 500³⁰ pendant la période 1967-1998 et ont conclu que la rentabilité était significativement accrue si l'équipe NFC était victorieuse³¹. Cette relation est injustifiable au regard des fondamentaux, aucune relation de causalité n'existant entre l'équipe gagnante et la distribution de dividendes des titres figurant au S&P 500. Malgré tout, l'opinion du marché semble conditionnée par cet événement exogène : si l'équipe de la NFC gagne, les agents interpréteront cette victoire comme un signal de hausse attendue du marché. Ils passeront des ordres d'achat le lundi, provoquant une hausse effective des cours. Le spéculateur conventionnaliste exogène, dans ces conditions, a intérêt à disposer d'informations sur l'issue du match le vendredi qui précède la finale. S'il apprend que NFC a des chances de gagner, il achètera afin de revendre le lundi quand les cours auront augmenté ; dans le cas contraire, il vendra le vendredi.

Dans cette situation, on constate que les informations relatives à la valeur fondamentale ne renseignent pas l'agent sur l'évolution à court terme du prix. A contrario, une information sur

²⁷ Voir Kindleberger [1994] (chap.VI).

²⁸ Voir Azariadis et Guesnerie [1982].

²⁹ Krueger et Kennedy [1990].

³⁰ D'autres études ont retrouvé ce résultat sur l'indice Dow Jones, voir Morel [1999].

³¹ L'indice S&P a cru de 15,24% en moyenne quand une équipe NFC a gagné, contre 10,93% dans le cas contraire.

l'issue du match peut lui permettre de mieux anticiper ce que sera le prix le lundi. Il importe donc, une fois admis que l'opinion conditionne le prix, de se renseigner sur ce qui influence l'opinion du marché.

3.3.2. la spéculation conventionnaliste endogène

Le spéculateur conventionnaliste endogène considère que l'évolution future du prix s'apprécie au regard d'une certaine régularité mettant en jeu uniquement les prix passés. Le modèle de Lux [1995] repose sur cette logique. La dynamique du prix s'apparente à un processus de contagion endogène. Le spéculateur doit donc s'informer sur la tendance de l'opinion.

On peut être surpris par les nombreuses croyances circulant sur le marché et qui reposent sur l'évolution endogène des prix. Ces croyances peuvent parfois s'apparenter à du fétichisme sur certaines valeurs. C'est le cas notamment des chiffres ronds.

Il est une croyance forte chez les agents financiers concernant les retournements consécutifs à l'approche d'un nombre rond (6 000 pour le CAC 40³², 10 000 pour le Dow Jones). On parle de seuils psychologiques. Ce nombre concerne essentiellement l'évolution des indices globaux d'actions. Si le spéculateur croit à la pertinence de cette régularité, il intégrera cet élément dans la construction de sa décision. Le comportement spéculatif conventionnaliste chartiste consistera alors à vendre juste avant le seuil critique, afin de profiter d'une opinion encore haussière, voire de racheter ensuite quand l'opinion sera devenue baissière et que l'on anticipe, conformément à la loi chartiste, une hausse des prix. Le spéculateur réalisera de la sorte un profit en vendant à prix haut et en rachetant à prix déprécié. Monroe Trout, trader en compte propre interviewé par J.D. Schwager rapporte ainsi :

"Avez-vous d'autres points moins évidents où traînent souvent les ordres stop ?

Sur des chiffres ronds. Par exemple, quand le Dow Jones commencera à ramper laborieusement pour atteindre les 3000 points, je commencerai à placer quelques achats par anticipation d'une cassure éventuelle du niveau. Ce niveau des 3000 agit comme un aimant." (J.D. Schwager [1996], p. 173)

Monroe Trout anticipe un changement d'opinion dès l'accession des 3000 points préluant une phase baissière au cours de laquelle il pourra racheter le titre à un prix moindre.

Dans cette situation, seules importent l'évolution récente du prix et la loi endogène supposée suivie par le prix. Il n'est plus fait référence à la valeur fondamentale : on imagine mal en effet des éléments réels pouvant justifier un infléchissement du cours suite à l'issue d'un match. Contrairement au cas stratégique, il ne s'agit pas non plus de demandes formulées par des agents spécifiés, mais d'une croyance unanimement partagée. Le spéculateur ne peut pas influencer par son intervention le prix ni les ordres des autres opérateurs.

Ces six modalités spéculatives reposent chacune sur un modèle cohérent de formation du prix et un ensemble informationnel. Le tableau suivant récapitule ces six comportements. Nous précisons pour chaque type de spéculation un modèle théorique illustratif :

Tableau 2 : six règles rationnelles de décision

³² Morel [2001] a effectué une étude empirique sur l'existence de ces seuils sur le CAC 40.

	fondamentaliste P=V.F.	stratégique P=F(Xs, Xn)	conventionnaliste P = opinion du marché
exogène	fondamentaliste exogène calcul V.F. à partir de données objectives réelles <i>théorie standard de la finance</i> Friedman [1953], Lucas [1978]	stratégique exogène leader informationnel <i>asymétrie de comportements d'information</i> Kyle [1985]	conventionnel exogène <i>self-fulfilling expectations</i> sur signaux exogènes <i>taches solaires</i> Effet Super Bowl
endogène	fondamentaliste endogène calcul V.F. à partir du prix <i>mimétisme informationnel</i> Orléan [1998]	stratégique endogène prise en compte des règles chartistes des autres acteurs <i>manipulation stratégique</i> De Long, Shleifer, Summers, Waldmann [1990]	convention sur l'évolution endogène des prix mania, chartisme Lux [1995]

Cette typologie permet de rassembler sous une articulation logique cohérente les diverses manifestations de la spéculation, tant empiriques que théoriques.

4. CONCLUSION

L'enjeu de cet article était de montrer qu'en considérant un nombre réduit de représentations sur la formation du prix d'équilibre, il devient possible de donner une explication économique à la diversité des comportements spéculatifs observés sur le marché.

La diversité des règles de décision spéculative traduit la complexité du fonctionnement du marché financier et des divers éléments à même d'expliquer la formation à court terme du prix. C'est parce que les ordres spéculatifs dépendent uniquement de variation attendue du prix que la représentation qu'ils se font du mécanisme de formation du prix tient un rôle si important dans la détermination de leur demande. Comprendre donc les mobiles de la décision spéculative impose d'analyser les caractéristiques du marché au moment où l'opérateur passe son ordre.

Dès lors que la représentation adoptée par l'opérateur correspond aux modalités effectives de formation du prix sur le marché, il est possible de montrer que chacun de ces six comportements spéculatifs permet la maximisation du profit individuel³³. Le comportement fondamentaliste assure un profit maximal dès lors que le prix se forme effectivement conformément à la valeur fondamentale³⁴. Mais, pour nous, la représentation fondamentaliste ne saurait être l'unique modèle de formation du prix à court terme. Il s'agit d'une configuration parmi trois autres. Ainsi, l'adoption d'un comportement spéculatif de type conventionnaliste garantit un profit plus grand quand le marché dépend de l'opinion et non de la valeur fondamentale.

³³ Pour prouver ce résultat, nous vous renvoyons aux articles cités illustrant chacun des comportements.

³⁴ Nous rejoignons en cela la position de Friedman ([1953], p. 175) qui écrivait :

"Les gens qui soutiennent que la spéculation est généralement déstabilisante réalisent rarement que cela revient à dire que les spéculateurs perdent de l'argent, puisque la spéculation ne peut généralement être déstabilisante que si les spéculateurs sont en moyenne vendeurs quand les cours sont bas et acheteurs quand les cours sont hauts."

Le recours aux sciences cognitives pour appréhender les processus mentaux à l'œuvre dans les décisions financières permet de mieux comprendre les mobiles des opérateurs. Cette contribution a souligné l'importance des représentations des agents et la nécessité de partir des caractéristiques à court terme du marché. Il reste toutefois de nombreux points à éclaircir encore, notamment sur la question de l'apprentissage de ces règles de décision.

RÉFÉRENCES

- Amat O., Puig X. [1991] : *Analyse technique du marché boursier*, Paris, Les éditions d'Organisation.
- Aumann R. J. [1974] : "Subjectivity and correlation in randomized strategies", *Journal of Mathematical Economics*, 1, p. 67-96.
- Azariadis C. [1993] : *Intertemporal Macroeconomics*, Blackwell Publishers Ltd.
- Bagehot W. [1873/1999] : *Lombard Street, a description of the Money Market*, Wiley Investment classics.
- Azariadis C. et R. Guesnerie [1982] : "Prophéties créatrices et persistance des théories", *Revue Economique*, 33, 5, p. 787-806.
- Barsky R.B. et J.B. De Long [1993] : "Why does stock market fluctuate", *Quarterly Journal of Economics*, 108, mai, p. 291-311.
- Benabou R. et G. Laroque [1992] : "Using privileged information to manipulate markets: insiders, gurus, and credibility", *The Quarterly Journal of Economics*, august, p. 921-958.
- Biais B., Foucault T., Hillion P. [1997] : *Microstructure des marchés financiers*, Paris, P.U.F..
- Bikhandjani S., D. Hirshleifer et I. Welch [1992] : "Theory of Fads, Fashion Custom, and Cultural Change as Informational Cascades", *Journal of Political Economy*, 100, n°5, p. 992-1026.
- Blanchard O. J. et M. Watson [1984] : "Bulles, anticipations rationnelles et marchés financiers", *Annales de l'INSEE*, 54, p. 79-101.
- Chiappori P.-A. [1994] : "Anticipations rationnelles et conventions", Orléan A. [1994] (éds.) : *Analyse économique des conventions*, Paris, P.U.F..
- De Long J.B., A. Schleifer, L.H. Summers et R.J. Waldmann [1990] : "Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation", *Journal of Finance*, 45(2), p. 379-395.
- De Bondt W. et R. Thaler [1985] : "Does stock market overreact ?" *Journal of Finance*, 40, 3, juillet, p. 793-805.
- Dupuy J.P. [1989] : "Convention et Common Knowledge", *Revue Economique*, 40, 2, mars, p. 361-400.
- Fama E. F. et M.E. Miller [1972] : *The Theory of Finance*, Illinois, Dryden Press, Hinsdale.
- Frankel J.F. et K. Froot [1990] : "Chartists, Fundamentalists and trading in the Foreign Exchange Market", *American Economic Review*, 80, p. 181-185.
- Friedman M. [1953] : *Essays in Positive Economics*, Chicago, The University of Chicago Press.
- Godechot O. [2001] : *Les Traders, Essai sociologique sur les marchés financiers*, Paris, La Découverte.
- Graham B. [1991] : *L'Investisseur Intelligent*, 4ed., Paris, Valor Editions.
- Hirshleifer D.K. et A. Subrahmanyam [1998] : "Investor psychology and security market under- and overreactions", *Journal of Finance*, 53, p. 1839-1885.
- Hirshleifer D.K. et G.Y. Luo [2001] : "On the survival of overconfident traders in a competitive securities market", *Journal of Financial Markets*, 4, p. 73-84.
- Kaldor N. [1939/1987] : "Spéculation et stabilité économique", in *Economie et Instabilité*, Economica.
- Keynes J.M. [1937] : *La Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt, de la monnaie* Payot.
- Kindleberger C.P. : [1989/1994] : *Histoire mondiale de la spéculation financière, de 1700 à nos jours*, Paris, Editions P.A.U..
- Krueger T.M. et W.F. Kennedy [1990] : "An examination of the Super Bowl Stock Market predictor", *Journal of finance*, 45, p. 691-697.
- Kyle A.S. [1985] : "Continuous auctions and insider trading", *Econometrica*, p. 1315-1335.
- Kyle A.S. [1989] : "Informed Speculation with Imperfect competition", *Review of Economic Studies*, 56 (3), 187, juillet, p. 317-355.

- Lefèvre E. [1923/1994] : *Reminiscences of a Stock Operator*, Wiley Investment classics.
- Lucas R.E. [1978] : "Asset prices in an exchange economy", *Econometrica*, 46, n°6, novembre, p.1429-1445.
- Lux T. [1995]: "Herd Behaviour, Bubbles and Crashes", *The Economic Journal*, 105, p. 881-896.
- Milgrom P. et N. Stokey [1982] : "Information, trade and common knowledge", *Journal of Economic Theory*, 26, 177-227.
- Morel C. et Teiletche [2001] : « Existe-t-il des seuils psychologiques sur les marchés boursiers ? Une application au future CAC 40 sur données très fréquentes », Document Travail CDC 2001-15 FI, Paris.
- Morel C. [1999] : « L'anomalie du Super Bowl et le comportement rationnel des investisseurs », Document de Travail, octobre, CEREG, Paris.
- Orléan A. [1988] : "L'Auto-référence dans la théorie keynésienne de la spéculation", in *Cahiers d'économie politique*, p. 229-242.
- Orléan A. [1998] : "The evolution of imitation", *document de travail*, mars, n°9801, CREA, Paris.
- Orléan A. [1999] : *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob
- Pring M.J. [1985] : *Technical Analysis Explained*, 2nd edition, Mc-Graw-Hill Book Company.
- Richard J.-P. [1998] : *La Bourse serait-elle aussi gouvernée par les astres*, Paris, Arnaud Franel Editions.
- Schwager J.D. [1996] : *Les secrets des grands traders*, Paris, Valor Editions.
- Shiller R.J. [1989] : *Market Volatility*, Cambridge : MIT Press.
- Shiller R.J. [2000] : *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.
- Soros G. [1998] : *L'alchimie de la Finance*, Paris, Valor Editions.
- Soros G. [1997] : *Le Défi de l'argent*, Paris, Plon.
- Summers L.H. [1986]: "Does the stock market rationally reflect fundamental values?", *The Journal of Finance*, 14, p. 121-144.
- Tadjeddine Y. [1996] : *La décision des traders*, Miméo, Université Paris X, Paris.
- Tadjeddine Y. [2000] : *Modèles fondamentaliste, stratégique, conventionnaliste : Une typologie de la décision spéculative*, Thèse de Doctorat, Ecole Polytechnique, Paris.
- Thaler R.H. [1993] : *Advances in Behavioral Finance*, New York, Russel Sage Foundation.
- Thaler R.H. [1991] : *Quasi rational Economics*, New York, Russel Sage Foundation.
- Tordjman H. [1996] : "The formation of beliefs on financial markets : representativeness and prototypes", *Document de travail*, n°9621, juin, CREA, Paris.
- Walliser B. [1989] : "Instrumental Rationality and Cognitive Rationality", *Theory and Decision*, 27, p. 7-36.
- Walliser B. [2000] : *Economie Cognitive*, Paris, Odile Jacob.