

RECHERCHE

► Deux Hautes écoles suisses comprennent la finance comme système de communication

La finance doit mieux intégrer psychologie et sociologie

Pour André Wuerth, les marchés financiers ne sont pas efficaces et leurs fluctuations ne sont pas le fruit du hasard.

Emmanuel Garessus

Sociologue en communication, André Wuerth, 42 ans, est nommé chargé de cours à l'IPMZ de l'Université de Zurich et à la Fernfachhochschule Schweiz.

Le cours se nomme «Les marchés financiers en tant que systèmes de communication, une analyse théorique systémique».

Vous démarrez un cours unique en Suisse qui vise à marier la finance, la psychologie et la sociologie. Pour quelle raison la finance ne suffit-elle pas à l'analyse des marchés?

Plusieurs niveaux d'analyse sont nécessaires, à commencer par celui de la finance classique, la théorie moderne du portefeuille, qui s'appuie sur les mathématiques pour anticiper les espérances de gains. Pour elle, tout ce qui n'entre pas dans le modèle est considéré comme une anomalie.

Le deuxième niveau couvre la «behavioral finance», domaine de la finance qui a été mis en évidence l'an dernier par le Prix Nobel d'économie Daniel Kahneman. Ici, la recherche porte sur l'être humain et son comportement. On touche à la psychologie sociale à travers les stéréotypes, les processus d'information. Les informations sont évaluées, pesées en fonction du vécu, de l'état d'esprit.

Mais pourquoi ajouter encore une autre dimension?

Parce que ce sont les marchés financiers qui vont plus loin. Je prends en considération trois niveaux: micro, meso et macro. Avec l'être humain, c'est le micro. L'entreprise et sa communication, c'est le niveau structurel que j'appelle meso. Quant au troisième niveau, le macro, c'est celui de la société tout entière, de la politique à la culture.

Il n'y aurait donc pas que la micro et la macroéconomie?

Vous êtes économiste en disant cela. Mais pour nous il existe un troisième niveau de structure.

Pouvez-vous prendre un exemple concret?

Avec le 11 septembre, la politique a joué un rôle majeur dans l'évolution des marchés financiers. L'arrivée au pouvoir

d'un homme politique comme Schwarzenegger ou les décisions d'Alan Greenspan à propos du système bancaire s'intègrent dans le niveau macro. En termes de communication, on dira qu'il s'agit de l'opinion publique et de son analyse.

Comment en êtes-vous arrivé à cette thèse?

Je viens de la pratique des marchés financiers. Au début, je me suis satisfait de la théorie financière classique telle qu'elle est enseignée dans notre pays. Nous avons démarré notre entreprise, AS Asset Services SA, en 1994 et, depuis 2000, les Bourses n'ont cessé de baisser. Avec ces années de baisse, il y a la théorie financière. Celle-ci enseigne que les marchés sont efficaces. Donc, dans la gestion d'actifs, il suffirait d'avoir une approche indiciaire et d'adopter une stratégie «buy and hold» (acheter et garder), en se basant sur le long terme, pour tirer son épingle du jeu. Pourtant, avec cette approche classique, les pertes vont de 60 à 80% entre le plus haut de 2000 et le plus bas de 2003. Quelque chose ne fonctionne donc pas avec cette argumentation.

La théorie financière n'empêche nullement de sortir d'une réflexion en termes indiciaires pour passer à une approche d'absolute return, basée sur l'aversion aux pertes. Qu'en pensez-vous?

Oui, mais pour moi les marchés financiers sont un système de communication basé sur les espoirs, les attentes, l'avarice, des dimensions qui appartiennent à l'être humain et qui ne sont pas intégrées dans les théories basées sur les mathématiques. La finance classique veut rationaliser toute chose. Or l'homme n'est pas rationnel.

Partant de ce sentiment d'incomplétude de la finance, quelle a été votre démarche?

La finance ne nous donnait pas assez de signaux pour répondre à nos préoccupations quotidiennes en tant qu'asset manager. Trop de paramètres sont ignorés. J'ai donc peaufiné mon instrument. Et j'ai moi-même constaté que les marchés financiers n'étaient pas efficaces. S'ils ne le sont pas, nous devons faire appel à d'autres paramètres.

La psychologie sociale montre à quel point l'être humain agit de façon irrationnelle, incohérente. Il reconstruit la réalité qui lui convient. En langage populaire, on dit que l'on a toujours raison et que c'est le monde qui a tort.

D'où mes trois niveaux structurels, le micro, le meso et le macro.

Le comportement de l'analyste, du banquier, de l'investisseur, du journaliste – c'est-à-dire le micro – est tout sauf rationnel. Dans la communication, nous avons pu démontrer que l'entreprise – le niveau meso – était extrêmement importante dans la définition des valeurs. Que ce soit pour un journaliste ou pour un analyste. L'analyste, à

«La finance classique veut rationaliser toute chose. Or l'homme n'est pas rationnel.»

la fin des années 90, face au phénomène des IPO, était soumis à diverses pressions qui influençaient son comportement. D'où l'irrationalité de certaines décisions et les sanctions par la SEC en 2002.

Est-ce que, selon votre approche, les marchés d'actions sont sous-évalués?

Je répondrai de façon pragmatique: cela m'est égal. L'idée de sur- ou sous-évaluation est très normative. Si le marché est dans un cycle baissier, il baissera plus que ce que l'on prouverait comme correct. Et vice-versa.

Il faut prendre en considération la réalité des marchés financiers et pas une structure réduite à la théorie moderne du portefeuille. Tout est construit sur des paradigmes qui ne tiennent pas la route, même si les gérants n'ont que cette théorie en tête. Ce sont les trois niveaux qu'il faut intégrer.

Est-ce qu'une caisse de pension peut intégrer votre triple approche?

Non, mais elle peut faire appel à nos services, parce que notre seul but, avec notre triple approche, reste de savoir ce que feront les Bourses. Selon la théorie financière, l'information arrive de façon non structurée. A mon avis, c'est faux. Les marchés s'adaptent à un agenda, que ce soit l'annonce d'un discours d'Alan Greenspan, soit le côté macro, ou les résultats trimestriels. J'arrive à la conclusion que ce n'est nullement un hasard si hier les marchés se sont appréciés.

Il est même irresponsable, à mon avis, de dire que l'information arrive de façon non structurée sur les marchés. Le profes-

sionnel peut savoir quand telle ou telle information est publiée.

Quel est l'apport de la sociologie dans votre approche?

En finance, on croit que tout se passe selon une relation stimulus-réponse. Mais la réalité est plus complexe. Il faut employer une approche systémique, une relation entre l'objet, la fonction et l'interaction de ce système avec l'environnement. Utilisons-la sur les marchés financiers. Il faut prendre en compte les analystes et leurs attentes (le micro), les entreprises spécialisées, telles Merrill Lynch ou Goldman Sachs, ou Microsoft (le meso) et le niveau ma-

cro, avec le pétrole ou la politique. A la clôture des Bourses, l'interdépendance des trois niveaux s'est exprimée. Et la sociologie de la communication intervient pour décortiquer l'interdépendance qui a mené à ces cours de clôture.

cro, avec le pétrole ou la politique. A la clôture des Bourses, l'interdépendance des trois niveaux s'est exprimée. Et la sociologie de la communication intervient pour décortiquer l'interdépendance qui a mené à ces cours de clôture.

Quels comportements psychologiques peuvent être mis en évidence pour expliquer les mouvements des Bourses?

Prenez le cas de l'aversion aux pertes. La psychologie nous montre que l'investisseur craint les pertes. En raison d'un optimisme obligé, il ne réalise pas suffisamment les pertes. Un autre indicateur pour la non-linéarité entre la perte et le gain, c'est que l'être humain a 2,3 fois plus de peine avec les pertes qu'avec le plaisir des gains. Le rapport entre gains et pertes n'est donc pas linéaire. C'est entre autres le résultat de la behavioral finance, une science nouvelle mais qui ignore la socialisation de la personne. C'est pourtant avec elle que l'on explique pourquoi certaines sociétés ont publié de fortes corrections comptables à leurs résultats, comme Enron. En effet l'entreprise, par tous les moyens, parfois même illégaux, cherche à plaire à son environnement, aux investisseurs, etc. C'est le côté meso. L'entreprise est un système hautement complexe où les individus interviennent et où leur somme n'est pas égale au tout. Et il est important de se rendre compte qu'il est difficile de réussir en Bourse si on l'ignore.

Est-ce que vous critiquez les hypothèses mêmes de la finance?

Je dirai qu'elles sont trop réductrices et oublient l'être humain.

Prenez la séance d'hier à Wall Street. L'indice s'est vivement apprécié puis, vers la clôture, des prises de bénéfices sont survenues. Les opérateurs avaient obtenu les gains qu'ils espéraient. Comment expliquer ce comportement sans partir de l'être humain? Dans ma thèse sur le processus informationnel, on voit que l'être humain agit de façon non rationnelle.

Est-ce que cette irrationalité peut être structurée de façon à la rendre accessible à l'investisseur et à lui permettre d'agir?

Pour prendre en compte cette triple approche et dépasser un processus de stimulus-réponse, il faut avoir une formation comme la mienne et ensuite utiliser la théorie dans la pratique. La théorie est une façon structurée de voir la réalité. Mais comme cette dernière est très complexe, la théorie ne prend en compte qu'une partie de la réalité et pourtant elle reste complexe. Il faut une sacrée dose d'expérience, mais en théorie.

Est-ce que votre performance est meilleure que celle d'un financier pur?

Parfois nous battons les indices boursiers et parfois non. J'ai démarré il y a cinq ans. Or ce fut l'une des plus difficiles années de l'histoire financière.

Quelle a été votre stratégie sur les marchés ces dernières années?

Nous avons démarré avec une stratégie de «buy and hold». La pression s'est accrue progressivement, si bien que je l'ai en partie abandonnée. Car avec la théorie financière, on ne doit pas sortir d'une stratégie indiciaire, que nous avons appliquée avec les ETF. Aujourd'hui nous faisons du trading, sous peine d'augmenter nos coûts. Mais comme la valeur des portefeuilles baissait, la pression augmentait et nous incitait à prendre nos distances avec une théorie qui est pourtant fondée empiriquement. Nous avons donc ajouté d'autres paramètres. Notre performance n'est pas encore systématiquement supérieure, bien que seule notre performance compte pour nos quatre portefeuilles.

Donc vous avez cédé à la tentation et vous faites du trading. Qu'est-ce que cela vous a apporté?

Cela nous a permis d'intégrer toutes les informations qui arrivent sur le marché. J'ai vu qu'elles arrivaient de façon non pas chaotique, mais structurée. Parfois les marchés attendent trois jours avant un discours de

Greenspan, ou avant la publication des résultats. Il faut entrer dans la psychologie des investisseurs, en prenant en compte le meso et le macro.

Comment expliquer la hausse des marchés de cet été?

Il fallait voir que les gérants adoptaient un comportement suiveur, faisaient ce que d'autres faisaient pour ne pas ternir leur performance relative. Ce qui était parfaitement humain. En intégrant ces aspects humains et en ajoutant les opinions sur le futur tel qu'il est perçu, AS a pu profiter de cette forte hausse.

Cela signifie que vous avez fait du trading, ce qui s'intègre mal dans l'idée de marchés efficients?

Tout à fait. La finance classique justifie une stratégie «buy and hold», mais lorsque votre portefeuille n'en finit pas de baisser, vous ne pouvez rester les bras croisés et faire confiance à la théorie des marchés efficients. La finance classique omet les phénomènes à court terme. Or, quantité de mouvements des marchés sont le fruit du court terme, parce que l'homme est centré sur le court terme. Le comptable est fixé sur le 31 décembre, la caisse de pension sur son taux de couverture, etc.

La finance n'intègre-t-elle pas les espérances de gains futurs pour évaluer le prix des actions?

La finance reste théorique et oublie des éléments clés, par exemple la sélection. Les analystes et journalistes ne prennent pas en compte les milliers de sociétés américaines, mais seulement les compagnies qui sont incluses dans les grands indices. Le marché réduit son attention à quelques sociétés phares comme Intel ou Microsoft ou encore les 30 compagnies de l'indice Dow Jones, voire les 500 de l'indice Standard & Poor's. Mais le marché ignore 95% du marché. Pourtant est-ce qu'Amazon.com a un meilleur rendement attendu si Yahoo a un meilleur potentiel? Pas forcément. C'est par l'analyse des relations et non par les mathématiques qu'on explique la hausse subite d'un secteur du marché.

Comment utiliser votre approche sur le plan de l'allocation par pays?

C'est une très bonne question. Personne ne peut expliquer la hausse du SMI avec l'état de l'économie suisse. Il faut intégrer le paramètre de la sélection sur le niveau macro aussi bien que meso pour expliquer la hausse de l'indice suisse de ces derniers mois ●

André Wuerth et l'inefficience des marchés financiers

André Wuerth, 42 ans, connu des lecteurs de l'agefi pour les divers articles sur les assurances sociales produits par son entreprise AS, est sociologue en communication et théoricien des systèmes. C'est sur les hauteurs d'Auvergnier, près de Neuchâtel, qu'il a créé AS Asset Services SA, un nom qui souligne l'attention qu'il porte aux services, et où son entreprise met en pratique l'approche intégrée de la gestion des actifs et des risques.

Il vient d'être nommé chargé de cours à l'IPMZ de l'Université de Zurich et à l'Université par correspondance suisse (Fernfachhochschule Schweiz FFHS). L'IPMZ est un institut en vive progression à Zurich. Il compte aujourd'hui six professeurs et environ 2000 étudiants, alors qu'il y a cinq ans il avait deux professeurs et 400 étudiants. La FFHS est une haute école unique, car elle combine le e-learning avec des

formes plus traditionnelles. Ce «blended learning» rend possible d'étudier en fonction de la situation personnelle et professionnelle de chacun, ce qui répond manifestement à un véritable besoin puisque la FFHS compte aujourd'hui plus de 600 étudiants et se trouve en plein essor.

Le cours présenté par André Wuerth s'intitule «Les marchés financiers en tant que système de communication». Il présentera les diverses théories qui permettent d'intégrer le traitement de l'information et des comportements humains dans un système complexe. André Wuerth utilisera d'abondantes études de cas, du phénomène de la bulle internet aux attentats du 11 septembre en passant par la guerre du Golfe. Il montrera que les marchés financiers ne sont pas efficaces et que leur comportement n'est pas fruit du hasard. – (EG) ●