



Crises financières et approches boursières : quel rôle a la psychologie des investisseurs ?

KADRI Malak¹, MRHARI Aicha²

¹ Doctorante chercheuse à la FSJES AGDAL-Rabat

² Enseignante à la FSJES AGDAL-Rabat

Résumé : La théorie de rationalité des investisseurs et l'efficacité des marchés a fait ses preuves depuis des années. En revanche, en revenant sur la réalité des places financières mondiales, il semble bien que les marchés ne sont pas aussi efficaces que prévu, la dynamique des crises financières en est la preuve, elle questionne l'efficacité absolue des marchés financiers. Dans ce papier, l'objectif n'est pas de réfuter l'intérêt et l'importance de l'économie néoclassique et ses constats, mais de trouver une relation entre le comportement des investisseurs et les marchés financiers et d'appuyer le constat que l'analyse comportementale a son poids et un impact important qui se manifeste lors des crises financières mais également avant ces dernières au point d'en être la cause.

Mots-clés : Analyse fondamentale ; Analyse comportementale ; Analyse technique ; Crises financières ; Risque ; Rationalité.

Digital Object Identifier (DOI): <https://doi.org/10.5281/zenodo.7362884>

Published in: Volume 1 Issue 3



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/).

1. Introduction

Toujours et plus encore aujourd'hui suite à l'impact du Covid-19 sur l'économie en général et le marché financier en particulier, tous les professionnels du monde de la finance et de l'investissement, qu'ils soient analystes, investisseurs, gestionnaires de portefeuille ou mêmes des particuliers intéressés par ce monde de la finance, cherchent à obtenir des éléments de réponse concernant des questions d'anticipation et de compréhension des tendances du marché. Les marchés financiers mondiaux y compris le marché marocain font preuve encore une fois que l'économie réelle ne peut être dissociée de

la bourse et que la place financière n'est qu'un reflet de l'économie d'un pays en réagissant à la crise sanitaire du Covid-19

Revenant en histoire, plusieurs théories et écoles ont vu le jour pour essayer d'expliquer le mécanisme de ces marchés, entre des néoclassiques, chartistes et comportementalistes, le mystère est toujours présent, les cours ne sont jamais stables, tantôt en hausse, tantôt en baisse. L'adage le dit d'ailleurs : « **Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel** », **Marianne Rubinstein**¹, ainsi les beaux jours connaissent une fin, tout comme sur les marchés financiers !

Les néoclassiques ont beau essayer de défendre la rationalité des investisseurs et l'efficacité des marchés. En revanche, en revenant sur la réalité, il semble bien que les marchés ne sont pas aussi efficaces que cela, la dynamique des crises financières en est la preuve. Le péché originel n'est pas dans l'économie en elle-même mais plutôt dans la réaction des investisseurs face aux événements peut-être. L'hypothèse reste valable, l'analyse de ces crises sur le deuxième chapitre de cet article va nous confirmer ou réfuter l'impact de la psychologie et comportement des investisseurs sur les marchés financiers.

Bien sûr, il ne s'agit en aucun cas de renoncer à la véracité de l'économie néoclassique, ni d'appuyer et revenir frileusement sur un passé regretté et des pertes atroces suite à des krachs boursiers mais de trouver une relation entre le comportement des investisseurs et les crises financières et d'appuyer le constat que l'analyse fondamentale bien que historique et qui a pesé pendant des années, elle a ses limites.

Par exemple, la crise de 1987 a montré que les analystes ignorent l'aspect interprétatif des données. Informations politiques, économiques, ou rumeurs aucune de ces applications axiales ne semble justifier ou exister avant cette chute représentative en pourcentage. D'autre part, la rationalité absolue des investisseurs est largement remise en cause, elle ne peut expliquer pourquoi les bulles apparaissent et encore moins ce qui conduit à leur éclatement et au krach. C'est ce que nous montrons dans une première partie en identifiant la genèse et quelques théories de l'analyse fondamentale et comportementale, puis le second axe de réflexion de cet article portera sur les crises financières, similitudes et analyses de trois principales crises financières.

2. Méthodologie de recherche :

En effet, le « comment des choses ? » peut s'avérer des fois plus important que les résultats même de l'étude. La méthodologie définit les lignes directrices de notre recherche, c'est-à-dire elle détermine l'approche générale qui permet d'atteindre notre objectif final. Pour ce premier article nous avons trouvé opportun d'adopter une *approche qualitative*, comme il est recommandé par Stebbins dans *exploratory Research in the Social Sciences* (2001) afin d'explorer l'existant et faire des études documentaires

¹ Roman de Marianne Rubinstein publié en 2012

avancées et un ratissage de la théorie. En plus de cela notre objectif étant de comprendre le comportement des investisseurs en période de crise et d'expliquer ce dernier ainsi que son impact, ce qui explique davantage notre choix.

En ce qui concerne le type de raisonnement cognitif adopté, nous nous sommes basés sur une posture **hypothético-déductive**, dans le cadre où nous avons présenté des hypothèses afin d'en déduire les conséquences et des résultats observables. (Du général au spécifique)

La réponse à notre problématique nécessite au préalable une connaissance parfaite des concepts la composant et une définition des différents modèles, de ce fait à travers cet article nous allons essayer de répondre aux questions suivantes :

- Quel est le degré d'exactitude de la théorie d'efficience des marchés ? En quoi l'analyse comportementale la contredit ?
- Comment les comportements des investisseurs peuvent conditionner et impacter les marchés financiers ? Est-ce que ce comportement peut en lui-même engendrer une crise financière ?

Nous allons essayer à travers cela à répondre aux hypothèses suivantes :

- Hypothèses descriptives :

- Les deux approches fondamentale et comportementale sont complémentaires
- Les crises sanitaires ou politiques peuvent n'avoir aucun impact sur les marchés financiers, si nous arrivons à contrôler le comportement humain.

3. Cadre théorique

3.1 Approches de l'analyse boursière

Communément parlant, nous avons trois types d'analyses boursières. Une analyse dite fondamentale des néoclassiques, elle est centrée sur la rationalité des investisseurs et l'efficience des marchés financiers, une analyse dite technique qui s'intéresse à déterminer les tendances et les bons moments pour passer des ordres de bourses, s'ajoutant à ces deux approches un autre paradigme important qui fait face à la théorie du marché efficace et qui intègre la psychologie dans son socle appelé l'analyse comportementale.

Compte tenu du fait que l'analyse technique dite également chartiste est une analyse graphique qui n'est pas une science exacte et qui laisse place plus au hasard, nous nous concentrons dans le présent article sur les deux approches fondamentale et comportementale.

3.1.1 Analyse fondamentale

L'analyse fondamentale admise académiquement, est considérée comme l'analyse la plus scientifique des sciences sociales vu qu'elle se base sur des modèles probabilistes, c'est une approche qui se base sur des éléments factuels des entreprises et qui ne laisse aucune place au hasard en écartant toute

subjectivité dans l'analyse financière. Cette approche néoclassique consiste à collecter des données à partir d'un bilan ou d'un compte de résultat pour valoriser et évaluer les actifs financiers.

Les éléments sur lesquels cette analyse financière se base souvent pour établir des décisions rationnelles qui ne donnent en aucun cas la possibilité de battre le marché sont : la rentabilité et la structure de l'entreprise que nous pouvons déterminer à travers des ratios de fonds propres, BFR. S'ajoutant à ces analyses, une autre liée au management et aux décideurs de l'entreprise. Ceci dit que l'analyse fondamentale permet de prendre des décisions d'investissement structurées et précises basées sur une approche économique et scientifique qui prend en considération l'entreprise et le contexte dans lequel elle existe.

3.1.1.1 Analyse fondamentale et efficience des marchés :

Parmi les hypothèses qui constituent l'analyse fondamentale, nous avons l'hypothèse objective de la valeur financière. Cette hypothèse stipule que la valeur réelle soit la valeur intrinsèque de chaque actif financier et titre peut être calculé à tout moment par l'investisseur rationnel. Dans ce sens, un marché efficace est un marché qui produit à tout moment des prix correspondants cette « valeur intrinsèque » sans donner lieu à un arbitrage possible.

Le concept d'efficacité de l'information est défini par **Fama (1965)** comme suit : « sur un marché efficient, le prix d'un titre constituera, à tout moment, un bon estimateur de sa valeur intrinsèque », ² Ce concept a en effet plusieurs définitions mais elles ne sont admissibles et pertinentes que si et seulement si une estimation réelle et raisonnable de la valeur du titre puisse être définie sans contraintes de coût ou de disponibilité et sans ambiguïté, sinon elle n'aurait aucun sens. « Le marché est efficient s'il organise l'information de telle manière que toutes les données pertinentes pour anticiper le prix futur soient rendues disponibles sans coût dans les mêmes conditions à tous les opérateurs » (Aglietta, 1998).³

Pour résumer cette partie, pour ce paradigme il faut admettre que la valeur fondamentale est objective et que les marchés financiers doivent être un reflet de l'économie réelle. Le rôle donc de ces derniers consiste à imposer et communiquer la juste évaluation des titres à tous les acteurs du marché ce qui ne laisse aucune place aux sentiments des investisseurs ni à leur subjectivité.

3.1.1.2 Théories de l'analyse fondamentale

- **Théorie moderne :**

« The process of selecting a portfolio may be divided in two stages. The first stage starts with observation and experience and ends with beliefs about the future performances of available securities.

² Sandrine Lardic Valérie Mignon (2006), L'efficience informationnelle des marchés financiers, Edition la découverte, Paris,

³ Florence Cavalius (octobre 2013), L'information de gestion, critère de qualité de la communication avec l'actionnaire dans HAL open science.

The second stage starts with the relevant beliefs about future performances and ends with the choice of portfolio » Harry Markowitz⁴

En 1950, cette théorie a été développée par "Harry Markowitz", qui a souvent associé la gestion d'un portefeuille à deux éléments à savoir la rentabilité et le risque qui sont corrélés positivement. En effet afin de créer un portefeuille efficient en termes de rentabilité-risque, il faut diversifier son portefeuille ce qui consiste à choisir des titres en fonction de leurs corrélations et variations.

En optant pour cette théorie nous supposons que les acteurs du marché sont parfaitement rationnels et que le marché est de nature efficient (comme déjà vu au niveau de la théorie d'efficience des marchés). Ceci dit que notre choix de portefeuille sera axé sur deux paramètres le rendement et le risque du titre. Parce qu'aucun agent rationnel ne choisira un titre plus risqué qui va lui procurer le même rendement qu'un autre titre moins risqué.

- **Utilité marginale espérée (Benrouli)**

Il s'agit pour cette théorie d'un vieux paradoxe lié à une théorie de jeu, en sciences sociales mais aussi en économie pour toucher à la gestion de portefeuille en 18^{ième} siècle. Son nom provient du fait qu'il a été publié par DANIEL Bernouli après son annonce par son cousin Nicolas.

La théorie consiste à remplacer la notion du gain moyen espéré par une fonction d'utilité. Cette dernière doit prendre en considération la corrélation positive entre l'aversion au risque et l'augmentation du capital, ceci dit que plus le capital engagé est grand plus l'aversion au risque augmente (En tant que biologiste vous êtes plus prudent en lisant un contrat d'achat d'un instrument de diagnostic que le prix d'un acte biologique de routine)

Pour résumer cette partie, l'analyse fondamentale est dépendante des données macroéconomique et microéconomique qui auront un impact d'une façon ou d'une autre sur l'entreprise en question. Cette analyse ne donne aucun lieu aux convictions des investisseurs pour se décider quant à la tendance du marché ou des prix futures des titres. L'analyse financière se basera en premier lieu sur les données comptables pour comprendre la valeur passée de l'entreprise, puis les espérances de croissance attendues (profits futurs) et finalement la valeur donnée par le marché au titre.

3.1.2 Analyse comportementale

Les opérateurs sur le marché sont des humains, tout comme nous, ils sont de ce fait soumis à plusieurs biais psychologiques propre à cette nature humaine.

⁴ Harry Markowitz (1952), Portfolio selection, in Journal of finance.

L'approche comportementaliste permet d'avoir une dimension différente aux anomalies reconnues par la théorie classique mais rajoute en même temps d'autres permettant de détruire le mythe de la rationalité absolu des investisseurs

3.1.2.1 Genèse des biais comportementaux

- **Genèse :**

Au début des années 1980, cette nouvelle approche est apparue avec l'apparition d'un groupe des professeurs en finance qui combinent la finance à la psychologie. Les deux psychologues pionniers de cette analyse Kahneman et Tverski annonce que les agents n'ont pas les facultés cognitives totales les permettant de prendre des décisions rationnelles et des fois ils subissent des biais sans en être conscients qui faussent leurs jugements.⁵ Ces deux psychologues ont vu leurs constats confirmés par plusieurs économistes comme Shiller ou Richard Thaler à travers des décisions financières mettant ainsi en cause la théorie d'efficience de marché de Fama et l'utilité espérée de Markowitz.

Ricciardi et Simon (2000) ont défini cette approche comme suit :

« Behavioral finance attempts to explain and increase understanding of the reasoning patterns of investors, including the emotional processes involved and the degree to which they influence the decision-making process. Essentially, behavioral finance attempts to explain the what, why and how of finance and investment, from a human perspective ⁶», elle se base essentiellement sur la psychologie des individus et la sociologie. En effet, elle est composée dans sa profondeur de deux théories : la "Noise trader Approach (NTA)" montrant l'incapacité de l'arbitrage d'assurer une efficience sur le marché face à des investisseurs irrationnels, et la théorie psychologique se matérialisant dans des heuristiques.

- **Biais comportementaux**

Nous pouvons distingués trois types à ce niveau, les biais dits cognitifs et qui apparaissent lorsque l'investisseur se base sur ses heuristiques et des raccourcis pour sa prise de décision afin de gagner en termes de temps. De ce fait il n'analyse pas tous les éléments à sa disposition et peut prendre des décisions erronées suite à cette irrationalité de raisonnement, les biais dits sociaux liés généralement à une influence et finalement les biais émotionnels liés à l'affection et sentiments des acteurs du marché.

⁵ Marie-Hélène Broihanne , Gunther Capelle-Blancard Dalloz , , COMMENT LA FINANCE EST DEVENUE COMPORTEMENTALE in « Revue d'économie politique », page 17 sur 27

⁶ Victor Ricciardi and Helen K. Simon , What is Behavioral Finance ? In Business, Education and Technology Journal Fall 2000, page 2.

Table 1. Principaux biais comportementaux

Biais de :	Explications :
Ancrage	C'est un biais cognitifs qui consiste à agir en fonction de la première information que nous avons. Ce biais se concrétise pour les traders par exemple quand ils s'accrochent sur un titre sur lequel ils ont réalisé un bénéfice lors d'une transaction précédente, ceci dit également qu'ils risquent d'écarter les fondamentaux propres à un cours boursier ou encore de ne pas agir à temps lorsqu'une tendance s'inverse.
Conservatisme	C'est un biais cognitif qui impacte l'objectivité d'un investisseur dans le sens où il favorise un certain nombre d'informations sur d'autres (Il surévalue ses connaissances et les informations qui confirment ces dernières)
Momentum	C'est un biais cognitifs, et Selon Mangot, ce biais « amène le preneur de décision à estimer les rendements futurs à partir des rendements passés »⁷. Par exemple d'un contexte haussier d'autres acheteurs vont rentrer sur le marché en pensant que cela va durer encore. Cependant les vendeurs prennent le dessus à un certain moment et le cours de l'actif retourne à la baisse voire il chute d'un seul coup. Ce comportement est très visualisé sur quelques indicateurs techniques (retournement de tendance).
Optimisme	C'est un biais émotionnel qui consiste à surestimer les événements favorables
Attribution personnelle	C'est un biais émotionnel lié à un sentiment de supériorité par rapport aux autres personnes
Mimétisme	C'est un biais social lié à un comportement moutonnier mais selon quelques auteurs comme Devenow et Welch (1996) il n'est pas toujours irrationnel. Par exemple certains investisseurs peuvent prendre des décisions d'achat ou vente sur la base des informations identiques dont ils ont pris connaissance à un certain moment

3.1.2.2 Approches de l'analyse comportementale

- **Théorie des perspectives**

Kahneman et Tverski ont marqué cette discipline et approche en 1979 par leur « **théorie des perspectives** » considérée comme une des piliers de la finance comportementale. « Les gens attribuent

⁷Mangot Mickaël (2008) Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers ,2ème Edition. DUNOD. Page 13

une bien plus grande probabilité à la véracité de leurs opinions que cela n'est justifié. C'est l'une des raisons qui les amènent à miser autant sur le marché financier, souvent avec de mauvais résultats » (D. Kahneman, 1979).⁸

Cette théorie utilise le concept de l'utilité autrement, en effet l'utilité à ce niveau est définie par un point de référence qui permet de différencier le domaine des conséquences en gain et pertes contrairement à l'utilité espérée qui désigne la richesse finale.⁹

La théorie des perspectives a un impact sur le marché financier que nous allons résumer ici :

Table 2. Les apports de la théorie des perspectives

Les apports :	Explication :
Maximisation de richesse dépend de la variation	Les acteurs en cherchant à maximiser leur richesse se réfèrent et s'intéressent plus à la variation de leur richesse totale plutôt qu'à un degré de richesse déterminé.
Aversion au risque	Les individus sont averses au risque lorsqu'il s'agit de gains mais sont davantage attirés et en mesure de le prendre lorsqu'ils sont en situation de pertes. Cette aversion se concrétise également lors de la présentation des différents choix (reformulation).

- **Noise traders théorie :**

L'arbitrage est défini par Sharpe et Alexander en 1990, comme étant « l'achat et la vente simultanée d'un même ou quasi similaire titre dans deux marchés différents et à des prix différents ».¹⁰ Ce qui implique la réalisation des gains sans risque.

Cette approche comportementale critique l'apport de l'analyse classique quant aux déviations exceptionnelles que connaît le marché et qui admet que l'arbitrage permet de les corriger.

Nous pouvons à ce niveau donner l'exemple des bulles irrationnelles pour appuyer ce constat. En effet la volatilité des cours des actions est plus importante à ce que prévoient les adhérents de l'analyse

⁸ La théorie des perspectives ou le choix orienté dans <https://www.andlil.com/theorie-des-perspectives-153648.html>

⁹ Théorie des perspectives : Prise en compte de la "richesse" du comportement individuel dans l'incertain, 2010, page 22

¹⁰ Douret, Arnaud (2014-2015) "Finance comportementale et application pratique : Analyse du fond "Degroof Behavioral value" Louvain school management, dans DIAL. Page 18

fondamentale. Cette théorie considère que des agents irrationnels fondent leurs décisions et anticipations sur la base du bruit "Noise", basant ainsi ces dernières sur des faux signaux et des stratégies irréfléchies.

Ceci explique la limite de l'arbitrage, surtout si ces investisseurs « noise traders » sont suivies par un grand nombre d'acteurs ce qui va influencer fortement les cours.¹¹

3.2 Crises financières

3.2.1 Analyse des crises financières

Nous pouvons définir la crise financière comme une situation de pertes massives ou d'une chute brutale de la croissance creusée et engendrée par le système financier

Dans ce passage nous allons essayer d'analyser les trois principales crises en lien direct avec le marché financier. Nous allons également souligner l'impact des crises actuelles sur ces derniers à savoir la crise du Covid-19 et l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Certes nous n'allons pas raconter les détails mais seulement mettre en exergue quelques points et caractéristiques de ces crises.

✓ Crise 1929 :

La place de New-York bien qu'elle soit l'une des plus grandes places boursières mondiales, elle n'a pas échappé aux krachs boursiers. La crise de 1929 est apparue après une période de prospérité aux USA (1922-1929), suite aux changements structurels et technologiques survenus dans l'industrie américaine. Cette période a connu l'augmentation des cours de certaines entreprises opérant dans **les nouvelles technologies et l'industrie automobile** comme (Genral motors), engendrant un boom dans le marché des actions et favorisant ainsi la spéculation.

Dans ce contexte il suffisait que les investisseurs prennent conscience que les actions sont surévalués pour qu'une chute se matérialise. Toutefois plusieurs facteurs ont appuyé le constat et ont renforcé l'incertitude des spéculateurs, notamment l'approche des autorités sur les taux d'escomptes pour contenir et mitigée cette montée de spéculations (les taux ont passé de 3,5 % à 5 % en 1928). Cette hausse dans le marché boursier américain et l'augmentation des taux va bloquer en quelque sorte les prêts américains à l'étranger (notamment les pays d'Asie et l'Allemagne). D'autres facteurs sont convenus comme étant de facteurs accélérant ou renforçant la brutalité de la chute des marchés comme la guerre sur les droits de douanes et la politique monétaire restrictive entre les pays européens et l'Amérique ce qui a induit à une diminution de l'activité économique à partir de deuxième trimestre de 1929¹².

En plus de cela d'autres techniques (analyse chartiste) utilisées par les investisseurs sur le marché américain pour se couvrir ont accélérés cette tendance baissière également, nous citons les :

¹¹ Finance Marché versus Crise des Subprimes, revue CREMA page 6/13.

¹² NATHALIE REY , INSTABILITÉ FINANCIÈRE : COMPARAISON DE TROIS PÉRIODES DE CRISES, 1870-1914, 1927-1935, 1961-1998 page 6/30

- **Ordres de vente-stop** : appartenant à un ordre conditionnel ou un seuil de déclenchement, il détermine la perte maximale que nous sommes en mesure d'accepter lorsque nos anticipations ne sont pas correctes
- **Les appels de marge** : facilitant l'achat d'actions à crédit présentant un effet de levier à travers les fonds supplémentaires.

Ces techniques se déclenchent mêmes si des variations minimales sont enregistrées ce qui a impacté l'offre et la demande, d'autres investisseurs pris par la panique liée à cette déviation sur le marché ont essayé de liquider leurs titres ce qui a engendré cette chute.

✓ **Le krach boursier de 1987 :**

Les informations ne sont pas toujours derrière les anomalies qui peuvent remettre en question l'efficacité de marché, mais leur absence peut provoquer un problème également. Ceci est illustré par le « lundi noir » du 19 octobre 1987 qui en est l'exemple ; lorsque le Dow Jones (New-York) a subi une baisse brutale, la pire en pourcentage (22,6%) mais aucune information ne semble déclencher cette crise, même pas une rumeur !

Avant ce Krach du 1987, celui du 3 septembre 1946 a également été étudié par « la Security Exchange Commission » dans un rapport publié en 1947 et il avait conclu qu'aucune donnée ou rumeur d'ordre politique, commerciale ou économique n'a été identifiée comme déclencheur principal de la crise.¹³ La commission en charge de cette étude a fait des entretiens avec les acteurs actifs ce jour, et avait déduit que **tout le monde était en train de vendre** parce que les cours ont chuté par conséquence, la psychologie des investisseurs avait un rôle important sur ces chutes.

Shiller conclut à son tour qu' « un krach boursier n'avait apparemment rien à voir avec une quelconque information publiée, si ce n'est celle du krach en lui-même, mais serait plutôt lié aux théories sur les motivations de vente des investisseurs et de leur état psychologique »¹⁴

✓ **Crise 2008 :**

La bulle de l'immobilier propagée depuis septembre 2001 a donné lieu au cycle économique expansion/récession, Minsky a montré que l'effet de mimétisme poussait les banques à modifier leurs critères de financement et les investisseurs à demander des rendements plus faibles jusqu'à ce que cette tendance haussière et les beaux jours de l'immobilier s'épuisent donnant lieu à une chute de la

¹³ David Bourghelle et Pauline Hyme (2010), Du mythe de l'efficacité des marchés au krach : L'illusion de la liquidité boursière, revue de la régulation.

¹⁴ Bensimhon Larry et Aldo Levy, (Mai 2011) Shiller 1987, Crises financières : rôle de l'information et mimétisme légal, dans HAL SHS.

demande engendrant une défaillance des grandes banques américaine à savoir « Lehman Brothers : la too big to fail »¹⁵

✓ **Covid 19 :**

Les chutes des marchés financiers ne proviennent pas toujours de l'économie, la crise sanitaire du covid 19 en est l'exemple.

Nous connaissons que les américains sont des risquophiles, ils s'accrochent à l'espoir de croissance, ceci était clair le 8 mars 2022, bien qu'un nombre record de chômage a été annoncé +20,5 millions (vu la capacité de consommation qui était en baisse), et que USA était déjà en guerre commerciale avec la chine, les places de New York ont terminé en vert. **(Le comportement des marché dans ce cas ne suis pas les fondamentaux de l'économie)**

Le 9 mars la donne change, la chute du Baril (-30%) a impacté la décision des investisseurs, ceci a accentué une peur déjà établie suite à la mise en quarantaine en Italie (arrêt des usines, avions bloqués). La peur commence à envahir les investisseurs américains, bien qu'optimistes, l'incertitude à long terme les panique comme tout investisseur, la chute des cours sur le marché boursier américain demeure une réalité. Etant un des principaux marchés, les autres l'ont suit, Euronext a connu également une chute soit -8,39% et le MASI ne s'est pas épargnée de ces chutes après surveillance de ce qui se passe dans le monde. En effet, si nous analysons un peu l'avant crise pour le Maroc, en général, nous avons des perspectives favorables pour l'année 2020. Pour le PIB par exemple nous avons des estimations haussières à savoir une croissance de 3.7% entre 2019 et 2022. L'économie marocaine ces années a été caractérisée par une stabilité macroéconomique en plus d'un faible taux d'inflation. Ces bons chiffres reposent principalement sur les exportations, le tourisme et le dynamisme de l'investissement privé encouragé par l'Etat. Aucun signe pour une crise prochaine selon l'analyse fondamentale. Par contre la chute du MASI était au rendez-vous, quelques jours après l'annonce des premiers cas à l'étranger. Ceci démontre l'impact de la mondialisation sur les marchés financiers. La chute du 9 mars était justifiée comme suit : « Une situation liée au retrait des investisseurs étrangers, qui ont opté pour la liquidation de leurs positions dans les marchés émergents et frontaliers pour compenser au minimum les pertes réalisées dans les marchés développés. De surcroît, un mouvement de vente ayant été constaté chez certains investisseurs institutionnels et chez les particuliers» confirme la filiale spécialisée du Groupe BCP.¹⁶

¹⁵ Samba DIOP (2019) , La crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky, Revue de la régulation .

¹⁶ la filiale spécialisée du Groupe BCP dans Bourse & finance

Le 10 mars un rebond sur les marchés asiatiques a reproduit une certaine confiance suite à l'augmentation du prix de pétrole, les décisions politiques sont appréciées par le marché (+8%) et les mesures budgétaires prises annoncés par Donald Trump (couper les taxes salariales) et celles attendues par le gouvernement japonais (pour faire face à la crise) . Logiquement le secteur du pétrole et gaz regagne ses points (les cours augmentent : Total : 8,76% après -16,6% lundi, Royal Deutch Shell 12,8%).

A partir du 20 mars, comme nous l'avons constaté tous, les marchés financiers ont réagi de la plus logique manière lorsque la propagation du Covid s'est accentuée dans plusieurs pays européens, ce qui a incité les gouvernements à confiner plus de la moitié des travailleurs et consommateurs. Ceci dit les leviers de chaque économie à savoir la consommation, les investissements et l'import-export ont été impactés négativement. Une fois la panique est passée et bien que le virus fût toujours là les investisseurs ont repris leurs forces pour repenser au long terme.

✓ **Guerre Russo-ukrainienne**

L'analyse fondamentale et comportementale ont fait preuve encore une fois face à la crise Russo-Ukrainienne. L'année 2022 ne s'annonce pas bien, la crise précédente submerge encore sous d'autre variants à savoir Omicron, Béta , la politique monétaire des pays et l'inflation ont aussi leur mot à dire. Les marchés se trouvent depuis quelques mois dans une mauvaise posture face à ce doute qui submerge les investisseurs mais le conflit de l'Ukraine avec la Russie qui s'est déclenché officiellement par une invasion militaire du territoire ukrainien vient creuser cette tendance défavorable des marchés. Au-delà des conséquences humaines, la tension entre les pays augmente et les sanctions économiques occidentales contre la Russie ont eu un impact important sur la bourse

Le CAC 40 a plongé de 5 % le jeudi 11 juin, en analysant les secteurs les plus impactés, nous retrouvons que les Banques, l'automobile et l'énergie ont enregistré les plus grandes baisses. Cette chute s'explique en partie par le fait que les entreprises pionnier de ces secteurs sont très présentes en Russie notamment Renault (-5,34%), Alstom (- 5,73%) et la Société Générale (- 4,21%). La panique due à la mondialisation des marchés, comme pour la crise précédente a fait que les investisseurs anticipent un effet défavorable sur les indicateurs macroéconomiques (flambée du prix du blé, pétroles, inflation, ETC) impactant ainsi les autres indicateurs dans toutes les places financières et non pas seulement celles directement liées à ces deux pays.

3.2.2 Conclusions sur crises financières

Bien que les crises apportent la chance et plus de profit aux investisseurs des marchés financiers des fois avec l'incertitude qu'elles engendrent et la maximisation des risques mais elles paralysent certes - chacune à sa façon- l'économie et le bien-être des personnes concernées

En revanche, les crises financières ne se ressemblent pas uniquement en cet aspect d'incertitude, choc et brutalité. En revenant sur l'historique de ces crises, nous avons toujours des éléments qui tendent à se répéter.

Nous citons à titre d'exemple :

- **Jours et Mois sombres :**

Le lundi semble être un jour déclencheur des crises et mauvaises nouvelles, particulièrement sombre pour les marchés financiers (Lundi 21 octobre 1929 commencement des avertissements suivi par la mardi noir, Lundi 19 Octobre 1987, lundi 9 et 16 mars 2020 Pour la bourse casablancaise suite au COVID-19). Gibbons et Hess en 1981 constatent à leur tour que la rentabilité des titres est plus faible en ce jour que les autres jours de la semaine. « **The most notable evidence is for Monday's returns where the mean is unusually low or even negative** » (Gibbons & Hess, 1981).¹⁷

Ce phénomène du lundi sombre est expliqué par l'habitude de laisser la mauvaise nouvelle au vendredi par les analystes afin de contenir et réduire l'impact sur le marché financier (le week-end pour que les investisseurs prennent du recul et repensent leurs actions).

Parallèlement au jour du Lundi nous avons pour les mois « un phénomène de Janvier » qui vient s'ajouter aux saisonnalités du marché financier. Plusieurs recherches en 1980 ont démontré que les gains réalisés sur ce mois sont plus importants comparés au reste de l'année sans aucune liaison avec des nouvelles économiques ou une explication logique. Ceci est connu sous le nom **January Effect**¹⁸ ou **Turn of the Year effect**.

- **Euphorie et spéculation :**

Une autre ressemblance et anomalie qui va à l'encontre de l'efficacité des marchés boursiers réside dans une Euphorie due à une spéculation et une prise de risque inconsidérée précédant la crise. Nous notons que les investisseurs se soucient peu de la réalité durant la période précédant les chutes tellement ils sont pris par l'optimisme et la confiance, le retour de la tendance semble loi, tant que nous gagnons de l'argent, n'est-ce pas ?! Ils continuent à investir que par l'espérance de gain qu'ils vont avoir en vendant le titre ce qui crée un grand gap entre la réalité économique (ce que le titre vaut vraiment) et les cours boursiers, ce qui se caractérise par une bulle, (L'exemple le plus marquant de la bulle spéculative et celui de la Tulipomanie 1630).¹⁹

- **Les beaux jours et une économie en pleine expansion :**

¹⁷ GIBBONS, Patrick HESS (1981). Day of the week effects and asset returns. The Journal of Business, Vol. 54, No. 4

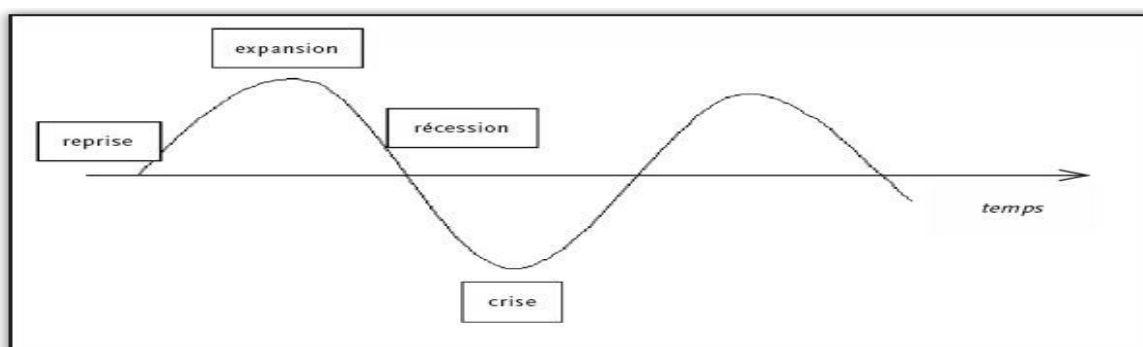
¹⁸ Robert A. HAUGEN & Philippe Jorion (January 2019). The January Effect: Still There after All These Years. Robert A. HAUGEN & Philippe Jorion published online.

¹⁹ John Kenneth Galbraith (1954), ouvrage la crise économique de 1929- Anatomie d'une catastrophe financière (The Great crash), Mariner.

Ce point vient compléter le précédent, les cours des titres ont tendance à croître avant les krachs boursiers suite à un environnement économique sain et audacieux

Dans ce cas nous parlons du cycle économique, ce dernier a été défini en 1946 par Arthur Burns et Wesley Mitchell dans un ouvrage intitulé *Measuring Business Cycles* comme étant un type de fluctuation trouvée dans l'activité économique totale des nations, un cycle d'expansion apparaît dans plusieurs activités économiques, suivi par le cycle de récession, contractions similaires et relances qui fusionnent dans la phase d'expansion du cycle suivant. Cette suite d'événement est récurrente mais non périodique.²⁰

En effet le cycle économique est composé de 4 phases soient : Creux, expansion, pic et contraction ; quand l'expansion s'établit, un pic apparaît qui n'est rien qu'une phase d'expansion caractérisée par une croissance qui teste les limites de l'économie.



²¹ **Figure 1.** Cycle économique

Nous tenons à noter sur cet article que jusqu'aux années 30, la vision générale était que la récession est **une phase temporaire** et que nous ne pouvons pas avoir une crise massive puisque selon l'École des néoclassiques représentée par Adam Smith nous avons une main invisible qui sait toujours retrouver l'équilibre général des marchés, en plus de cela elle part du principe qu'un prix juste sera trouvé pour chaque bien pour lequel la demande sera égale à l'offre. De ce fait, si une anomalie est provoquée, l'économie va réagir rapidement pour retrouver l'équilibre initial, cependant la grande dépression des années 30 et son ampleur ont remis en cause cette théorie économique.

L'École de la pensée autrichienne partage quelques réflexions avec les néoclassiques, elle préconise également la notion de la destruction créatrice et l'innovation ce qui fait référence à des cycles limités aux secteurs. Par cette théorie Joseph Schumpeter a mis en avant l'idée que même les innovations peuvent générer des crises affectant un secteur ou un autre.

²⁰ Arthur Burns et Wesley Mitchell (1946), *Measuring Business Cycles*. Traduit de l'Anglais

²¹ Elies Furió-Blasco (2010) : Discours narratif et conjoncture économique

L'Ecole Keynésienne et l'école monétariste ont également parlé des cycles économiques en mettant un lien entre ces cycles et l'influence des gouvernements. Nous n'allons pas détailler ce point puisque l'objectif de notre article n'est pas de défendre l'impact de la décision gouvernementale sur l'économie et l'importance de leurs prises en considérations pour évaluer les entreprises mais plutôt pour confirmer qu'il y a effectivement des cycles économiques.

3.2.3 Relations entre crise et approches boursières :

Malkiel fondamentaliste : a annoncé dans son article « les prix des actifs sont restés à des niveaux inadéquats pendant un certain temps. Aussi, le marché des actions a pu temporairement faillir à sa tâche d'allouer efficacement le capital », mais il a rajouté juste après que : « Heureusement, les périodes de « bulles » **sont l'exception** plutôt que la règle et l'acceptation de telles erreurs occasionnelles est le prix nécessaire à payer pour avoir un système de marchés flexibles qui, d'ordinaire, effectuent efficacement leur tâche d'allouer le capital vers ses usages les plus productifs ». Selon lui, la crise est due à **un facteur exogène** et il insiste également sur le fait qu'il ne faut pas surestimer ces anomalies (crises) du marché.²² En effet, la théorie d'efficience selon ce point ne nous permettra pas d'analyser les crises puisqu'elle les considère comme des accidents et événements ponctuels momentanés, liée à une irrationalité passagère à première vue.

Nous allons dans un tableau résumer la relation entre les crises et les différentes approches citées préalablement dans cet article suite à notre propre analyse des faits précédemment cités :

Table 3. Conclusions sur crises financières

Crises	A.Fondamentale	A.Technique	A.Comportementale	Observations
1987		1	1	" Dow théorie " et psychologie des investisseurs
1929	1	1		De nature fondamentale mais accélérée par des pratiques techniques
2008	1		1	De nature fondamentale accentuée par un mimétisme et un excès d'optimisme
2020 (Covid)	1		1	La culture des investisseurs contrôle la tendance des marchés et les Investisseurs dérivent des fois de la rationalité
2022 (russie-Ukraine)	1		1	Les secteurs les plus touchés sont justifiés, panique et réactions sur des marchés avant d'être touché fondamentalement

²² Par André Orléan (2004) Complément A, Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique , CEPREMAP . Page 5.

Bien que pour la crise de 1929 nous n'avons pas mentionné l'analyse comportementale vue que le degré de l'impact des autres deux analyses était plus important, mais si les investisseurs n'ont pas paniqué face aux informations et décisions économiques et politiques à cette époque, l'impact sur le marché financier pouvait être moins important.

Comme nous pouvons le remarquer une analyse n'est jamais suffisante en elle-même, le fait de coupler deux analyses est donc fortement souhaitable pour une décision optimale. Nous soulignons également à travers ce tableau, l'impact énorme de l'analyse comportementale parce que les émotions des investisseurs sont plus fortes que toutes les résistances et les supports. Si l'investisseur panique les bons résultats n'auront plus de sens (si nous prenons l'exemple de la crise sanitaire du covid nous remarquons que la baisse du marché en mi-février 2020 était importante même si les chiffres des entreprises étaient encore solides), et vice-versa, si l'investisseur est sur-optimiste les mauvais résultats n'auront plus de sens. (Indices boursiers en hausse depuis mi-Mars 2020 avec une pandémie, instabilité politique en USA, hausse du taux de chômage, baisse des résultats des entreprises...).

Avant de donner une conclusion sur la relation entre les différentes approches, nous mentionnons que lors de notre analyse nous avons également fait un aperçu sur les volumes au niveau de la bourse de Casablanca, en effet nous remarquons que les marocains souffrent toujours d'un biais de familiarité ou un biais moutonnier qui les pousse à investir et effectuer des mouvements sur un titre plus qu'un autre. La culture riskophobes les pousse souvent à investir dans des entreprises et des secteurs assez fréquents. Nous donnons des exemples des volumes dans la société SOTHEMA (secteur pharmaceutique) et AttijariwafaBank (Secteur bancaire) le 05/06/2020, en pleine crise covid, partant de la logique et de façon rationnelle le secteur pharmaceutique devrait être plus attractif que d'autre pourtant les volumes en ce jour étaient à 0 contrairement au secteur bancaire.

Les biais comportementaux se concrétisent parfaitement au niveau des chatsrooms et des groupes du trading internationaux ou quelques personnes viennent demander aux autres ce qu'ils peuvent faire s'ils étaient dans leurs cas ou viennent simplement prendre les avis des autres sur quelques actions. Nous avons également remarqué qu'une personne ayant déjà acheté une action aura un feedback positif si les autres lui donnent une analyse haussière (et viceversa), nous parons à ce niveau du biais du conservatisme. Une autre remarque que nous avons effectué cette fois-ci sur le site de boursenews, l'auteur de l'article montre une divergence RSI baissière et anticipe une baisse suite à une correction terminée de vague d'Eliott mais rajoute à chaque fois le terme « Rien d'inquiétant » pour éviter la panique.

4. Conclusion

Dans le présent article nous avons mis le point sur l'analyse fondamentale qui se base sur l'environnement macroéconomique et microéconomique de l'entreprise, par la suite nous avons vu comment les décisions des investisseurs sont largement influencés par leurs sentiments (leur cotés affectif ou simplement leur

psychologie), le comportement des autres et leurs heuristiques. Les comportements sans entraves découlant de la rationalité des investisseurs suite à la théorie de l'efficience des marchés financiers sont remis directement en cause à ce niveau. Ainsi la sous-estimation des risques ou la surestimation des profits peuvent être liés des fois rien que par l'affection que les décideurs ont pour un titre ou à une société.

Nous avons sur une deuxième partie analysé les crises financières précédentes, en effet, l'histoire ne manque pas de faits qui ont bouleversé d'une façon ou d'une autre l'esprit des investisseurs mais aussi des Hommes en général. Chaque crise a apporté avec elle un lot d'enseignements sur le niveau personnel et professionnel, passant de la crise de 1987 jusqu'à la dernière crise sanitaire du Covid et la guerre russo-ukrainienne actuelle qui avait à son tour un impact important sur les marchés financiers, pour nous montrer et confirmer le constat que ces derniers ne sont qu'un reflet de la vie réelle et l'économie des pays.

Notre analyse des crises précédentes a révélé que les crises ne sont pas toujours dues à des facteurs fondamentaux, parfois la non-information provoque des paniques sur le marché et le comportement des investisseurs crée un Krach. Certes, l'analyse fondamentale est indispensable pour comprendre le cadre microéconomique et macroéconomique qui impactent sans doute la vision des investisseurs et les cours boursiers de ces entreprises sur le marché financier surtout à long terme. Toutefois cette analyse à elle seule n'est pas suffisante, des fois la psychologie des investisseurs est autre qu'elle ne peut être expliquée par une pure logique des résultats ce qui nous oblige à prendre en considération l'analyse comportementale afin d'essayer de comprendre les tendances futures que le marché va prendre (toutefois ceci doit se faire sur le très court terme à notre avis une à deux semaines, puisque la psychologie des investisseurs est très flexible et changeante).

Comme indiqué plus haut, notre étude est basée sur un ratissage théorique et analyse des crises, il serait opportun de procéder par une analyse plus approfondie suivant une étude quantitative et un suivi de comportements de quelques investisseurs afin de déceler d'éventuels variables d'influences.

Il serait également intéressant de généraliser l'étude sur plusieurs marchés et opter pour un benchmark entre ces derniers, afin de montrer les combinaisons possibles entre les biais comportementaux et de contextualiser les impacts sur la bourse.

Bibliographie

- [1] O. Peters, (2011), The time resolution of the St Petersburg paradox, Phil. Trans. R. Soc. A 369, (4913-4931)
- [2] GIBBONS, Patrick HESS (1981). Day of the week effects and asset returns. The Journal of Business, Vol. 54, No. 4
- [3] Harry Markowitz, (March 1952) Portfolio selection, in Journal of finance, Volume 7, issue 1, Page 77-91
- [4] André Orléan (1999) .Le pouvoir de la finance. Edition odile Jacob

- [5] André Orléan (2004) Complément A, Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique, CEPREMAP
- [6] Naveen B. Kumar et Sanjay Mohapatra (September 2013). The use of technical and fundamental analysis in the stock market in emerging and developed economies, Edition Emerald, 225 pages.
- [7] Robert COBBAUT, Roland GILLET, Georges Hubner (2011). La gestion de portefeuille : instrument, stratégie et performance. 2ème édition, de boeck, Bruxelles, 1 vol. (520 p.)
- [8] Hurson Ch., Zopounidis C., (1995) "On the Use of Multicriteria Decision Aid Methods to Portfolio Selection", The Journal of Euro-Asian Management, vol. 1, no.2, 69-94
- [9] Robert A. HAUGEN & Philippe Jorion (2019). The January Effect: Still There after All These Years. Robert A. HAUGEN & Philippe Jorion published online
- [10] Douret, Arnaud (2014-2015) "Finance comportementale et application pratique: Analyse du fond "Degroof Behavioral value" Louvain school management, dans DIAL
- [11] Mangot Mickaël (2008) Psychologie de l'investisseur et des marchés financiers , 2ème Edition. DUNOD.
- [12] John Kenneth Galbraith, (1954) ouvrage la crise économique de 1929- Anatomie d'une catastrophe financière (The Great crash), Mariner
- [13] Victor Ricciardi and Helen K. Simon (2000). What is Behavioral Finance? in Business, Education and Technology Journal Fall
- [14] KNIGHT F. (1921), Risk, uncertainty and profit, Martino Fine Books
- [15] David Bourghelle et Pauline Hyme (le 09 décembre 2010), Du mythe de l'efficience des marchés au krach 2e semestre / Autumn 2010, consulté le 13 Décembre 2021
- [16] Clément Mathonnat (2017) , Développement financier et crises bancaires : une analyse de l'effet exercé par la taille et l'activité des intermédiaires financiers sur l'origine et les conséquences des crises bancaires. Economies et finances. Université Clermont Auvergne.
- [17] BENJAMIN GRAHAM Graham, (2018) , l'investisseur intelligent, Valor Eds, 488 pages
- [18] MARKOWITZ H. (1952), Portfolio Selection, Journal of Finance, 12, 77-91
- [19] WALTER C. (1996), A history of the concept of efficiency in financial markets, Annales HSS, n°4, July-August, pp. 873-905.
- [20] HAYEK F (1945), The use of knowledge in society, American Economic Review, 35, pages, 519-530
- [21] Charles Martin-Krum. L'optimisme : une analyse synthétique. Dans les Cahiers Internationaux de Psychologie Sociale 2012/1 (Numéro 93)
- [22] Sandrine Lardic Valérie Mignon (2006), L'efficience informationnelle des marchés financiers, Edition la découverte, Paris.
- [23] Arthur buns et Wesley Mitchell (1946), Measuring Business Cycles, NBER Books
- [24] ALEXANDER S. S. (1961), Price Movements in Speculative Markets : Trends or Random Walks, Industrial Management Review, 2, Pages 7-26.