

## CROYANCES ET MARCHÉS FINANCIERS :

approches sociologiques

[David Martin](#)

Réseau Canopé | « [Idées économiques et sociales](#) »

2016/1 N° 183 | pages 30 à 38

ISSN 2257-5111

ISBN 9782240038265

DOI 10.3917/idee.183.0030

Article disponible en ligne à l'adresse :

-----  
<https://www.cairn.info/revue-idees-economiques-et-sociales-2016-1-page-30.htm>  
-----

Distribution électronique Cairn.info pour Réseau Canopé.

© Réseau Canopé. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

# Croyances et marchés financiers :

## approches sociologiques

**Si l'économie orthodoxe postule la rationalité des acteurs et l'efficacité des marchés financiers, le sociologue les éclaire différemment à travers l'observation des dispositions des acteurs réels et des dispositifs concrets qui équipent leur activité quotidienne. La sociologie aide aussi à comprendre les biais individuels et collectifs qui s'insinuent dans les processus d'évaluation, ainsi que la diversité et la variabilité des heuristiques et des conventions qui animent les marchés. Enfin, en pointant les ressorts foncièrement cognitifs et artificiels de l'activité financière, le regard ethnographique révèle plusieurs formes de croyances individuelles et collectives tout à fait fondatrices pour la construction, le fonctionnement et le déploiement des marchés financiers contemporains.**

David Martin,  
enseignant-chercheur  
en sociologie  
à Novancia Business  
School Paris

La discipline économique postule la rationalité des acteurs et le marché financier constitue à cet égard son paradigme. En effet, les marchés financiers sont le lieu par excellence du calcul et de l'optimisation des décisions en prévision du profit maximal. Les modèles fondateurs et emblématiques du champ de l'économie financière sont d'ailleurs celui des « marchés efficients <sup>1</sup> » et des « anticipations rationnelles <sup>2</sup> » qui considèrent que les prix du marché reflètent pleinement et toujours l'information disponible, et que les prix courants constituent à chaque instant la meilleure anticipation possible des cours futurs des actifs. Le principe d'intégration parfaite et instantanée des informations pertinentes revient à considérer que les prix des actifs estiment toujours au mieux la « juste valeur », ou « valeur fondamentale », à savoir la somme actualisée de l'ensemble des flux futurs de revenus que leur détention permettrait de générer. Or, les déraisons marchandes relèvent de l'évidence empirique à travers le spectacle des crises qui ont jalonné l'histoire du capitalisme financier. L'importance des croyances, envisagées négativement comme des convictions fausses ou infondées, et souvent contagieuses, a alors été mise au jour pour

rendre compte des écarts au fonctionnement normal des marchés. Mais toute une sociologie de la connaissance et de l'action, plus pragmatique et constructiviste que normative ou rationaliste, a surtout mis en évidence ce que l'existence et le fonctionnement quotidien des marchés doivent aux croyances, envisagées plus positivement comme sources de confiance ou comme heuristiques propices à l'action.

### Les croyances comme dispositions irrationnelles résiduelles

L'irrationalité collective ou l'inefficacité des marchés font partie de l'expérience historique des marchés financiers depuis la formation et l'effondrement de bulles spéculatives sur les premières grandes places boursières : la « Bulle des tulipes » à Amsterdam au XVII<sup>e</sup> siècle, la « Bulle des mers du Sud » à Londres au XVIII<sup>e</sup> siècle ou encore la « Railway Mania » aux États-Unis au XIX<sup>e</sup> siècle. Les observateurs et commentateurs des marchés financiers ont pointé de longue date cette part de déraison individuelle ou collective, que ce soit José de la Vega en 1688 à propos de la Bourse d'Amsterdam et la spéculation sur les affaires de la Compagnie des Indes orientales

<sup>1</sup> Fama E. F., "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25(2), 1970, p. 383-417.

<sup>2</sup> Muth J. F., "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1961, p. 315-335.

puis occidentales, ou le fameux journaliste et écrivain écossais Charles MacKay qui, dans *La Folie des foules* (1841), a proposé une interprétation des bulles financières comme fruits de phénomènes d'illusions collectives touchant de façon indifférenciée l'ensemble des groupes sociaux y compris les plus éduqués.

Du côté académique, des approches économiques hétérodoxes ont pris en compte les croyances, envisagées comme anticipations non rationnelles ou convictions fausses sur la valeur des titres, en empruntant concepts et méthodes aux autres sciences sociales. Elles ont alors consisté à évoquer les phénomènes de foule, de mimétisme ou de biais cognitifs en s'inspirant de l'histoire<sup>3</sup>, de la sociologie et de l'anthropologie<sup>4</sup> ou de la psychologie comportementale<sup>5</sup>. La finance comportementale, très marquée par l'économie expérimentale, est le champ de recherche actuel le plus emblématique de cet héritage. Elle relève de l'individualisme méthodologique en cela qu'elle fait émerger le tout (un prix de marché non efficient) d'une analyse des dispositions individuelles des agents (en l'occurrence biaisées par rapport aux standards classiques de la rationalité).

La finance comportementale distingue deux sortes de biais<sup>6</sup> : les biais cognitifs et les biais émotionnels. Parmi les biais cognitifs, on trouve notamment des biais liés à des effets d'ancrage qui conduisent à s'accrocher à ses premières impressions : être plus réceptif aux informations qui confirment une conviction de départ qu'à celles qui tendraient à l'infirmer ; interpréter les comportements d'autrui comme des preuves qu'il pense comme soi ; considérer la confirmation de son pari par le marché comme la preuve d'une bonne analyse et attribuer à l'inverse le démenti du pari à des aléas... Il y a aussi tout un ensemble de biais liés aux limites de nos capacités cognitives : extrapolation générale à partir d'un nombre limité d'observations ; attention et mémorisation sélective en faveur des informations les plus accessibles physiquement ou des événements les plus récents... Cela peut par exemple expliquer la surréactivité des marchés à des phénomènes peu représentatifs mais très médiatisés, comme dans le cas de la bulle Internet du début des années 2000.

Parmi les biais émotionnels, nous pouvons citer d'abord l'aversion au risque<sup>7</sup>, ou aversion aux pertes, dans la mesure où contrairement au raisonnement basique en termes d'utilité espérée, l'individu s'avère plus sensible aux pertes qu'aux gains d'un

même montant et ne les affecte donc pas du même poids, indépendamment de leur probabilité. Cette distorsion des probabilités perçues peut avoir différentes conséquences, comme la tendance à revendre prématurément pour encaisser des gains, l'hésitation à investir dans des actifs risqués malgré un rendement comptable moyen élevé, l'attrance pour des produits à capital garanti ou à perte limitée à une mise de départ (cas des options d'achat ou de vente). Parmi les autres biais émotionnels, on peut citer la surconfiance en soi de certains investisseurs ou l'effet de dispositions. Ce dernier fait appel à la notion de regret et à la résistance à renoncer à sa conviction de départ, se traduisant par un retardement du moment où l'investisseur coupera sa perte par espoir que le marché lui donne finalement raison.

Cette première approche des croyances est surdéterminée par la norme de l'efficacité et une conception fondamentaliste et objectiviste de la valeur. Il existerait une juste valeur, mais certaines déficiences des acteurs les empêcheraient de l'exprimer collectivement dans le prix de marché. La référence reste donc celle d'une rationalité optimale, et les biais se définissent comme autant d'écarts à cette norme résultant de mécanismes psychosociaux. Cette approche est conforme au grand partage épistémologique proposé par Pareto entre l'économie comme science des décisions rationnelles pures et la sociologie ou la psychologie comme sciences des résidus d'irrationalité interférant dans le comportement des agents économiques<sup>8</sup>.

## Les croyances comme formes de rationalité(s)

L'emprunt à la sociologie ou les travaux de sociologues eux-mêmes n'ont pas seulement consisté à rompre avec le principe de rationalité des agents. Certains sociologues ont cherché à s'approprier la problématique de l'efficacité en s'intéressant aux « mécanismes d'arbitrage entre prix effectif et juste valeur » [1] de la part des acteurs, adoptant une posture intermédiaire entre le réalisme économiste et le constructivisme sociologique, considérant que sur le long terme les marchés peuvent apparaître comme une machinerie collective remarquable pour évaluer mieux que n'importe quel individu isolé la juste valeur d'un titre, même si à court terme et en instantané, l'erreur est la règle. Un important contributeur à une telle sociologie des croyances

<sup>3</sup> Typiquement, Kindleberger C. P., *Manias, Panics and Crashes : a History of Financial Crises*, Palgrave Macmillan, 2011 (7<sup>e</sup> édition).

<sup>4</sup> Typiquement, les travaux d'André Orléan présentés dans ce dossier.

<sup>5</sup> Par exemple, Schiller R. J., *Irrational Exuberance*, Princeton UP, 2000.

<sup>6</sup> Pour une présentation synthétique et plus complète de ce champ, voir : Tadjeddine Y., « La finance comportementale », *Idées économiques et sociales*, n° 174, 2013, p. 16-25.

<sup>7</sup> Biais régulièrement intégré depuis dans les modèles de l'économie dominante et mis en évidence par des fondateurs de l'économie comportementale dans leur théorie des perspectives : Kahneman D., Tversky A., "Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1979, p. 263-291.

<sup>8</sup> Boudon R., « L'actualité de la distinction parétienne entre "actions logiques" et "actions non logiques" » in Bouvier A., *Pareto aujourd'hui*, Presses universitaires de France, 1999, p. 35-70.

en finance est en fait un chercheur formellement économiste, « conventionnaliste », favorable à une approche multidisciplinaire unifiée en sciences sociales : André Orléan [2].

En substance, André Orléan soutient que dans un contexte d'incertitude radicale et de difficile évaluation de la valeur fondamentale des titres, le marché connaît une dérive spéculative qui le conduit à construire et suivre des conventions d'évaluations qui s'apparentent à des croyances collectives souvent éloignées du prix d'efficience, à la hausse (cas des bulles financières) ou à la baisse (cas des crises d'effondrement des cours). L'auteur ne nie pas l'existence d'acteurs soucieux d'une évaluation « fondamentaliste », mais note que le propre du marché financier est d'offrir un service de liquidité en permettant aux investisseurs individuels de revendre à tout instant. Le corollaire de cette liquidité est la spéculation, au demeurant très utile pour assurer l'existence permanente d'acheteurs et de vendeurs, mais qui encourage à se détourner de la valeur fondamentale au béné-

nouveau type de croyance collective : la conviction relative à l'ampleur de la crise qui se déclenche alors. D'après Orléan, la chute des Bourses en 1987 a été précipitée par la croyance qui s'était instaurée parmi les spécialistes et observateurs que l'on était face à un nouveau 1929. Le fait que l'ampleur s'avère moindre aurait permis de modérer l'ampleur des crises de la fin des années 1990 : 1987 ayant cette fois servi d'ancrage à la croyance collective du marché [2].

Les analyses d'André Orléan ou Ezra Zuckerman<sup>6</sup> ne réduisent pas les croyances collectives à un résultat émergeant des biais cognitifs individuels, et restent compatibles avec les principes d'une rationalité instrumentale. La croyance individuelle est découplée de la croyance collective. L'approche sociologique enrichit ici doublement l'analyse de l'économie à travers : 1) l'appréciation de la croyance dans sa dimension positive de vecteur d'action – individuelle et collective – et pas seulement comme force déstabilisatrice par rapport à un optimum de référence ; 2) l'attention prêtée aux formes de rationalité fonda-

<sup>6</sup> D'après ses interprétations, l'asymétrie numérique et symbolique entre haussiers et baissiers (*contrarians*) entraîne des stratégies rationnelles de conformisme (plus que d'adhésion à la convention) qui favorisent la bulle lancinante, puis l'acheminement vers un retournement brutal. En effet, le pari à la baisse implique des prises de position formellement plus risquées du fait de cette asymétrie et parce qu'elle implique aussi la pratique de la vente à découvert.

*“Lorsque le verdict des marchés s'éloigne trop de certains fondamentaux, les analyses alternatives et le doute viennent se substituer à la convention”*

lice de l'estimation du prix probable que le marché prêtera à court terme, afin d'en tirer profit. Des stratégies spéculatives de premier puis de second ordre se développent, selon des processus bien décrits par ailleurs dans ce dossier, favorisant l'expression d'une rationalité mimétique et engageant le marché sur des mécanismes autoréférentiels plutôt qu'autorégulés. Ce qui sert d'ancrage aux prix, ce sont les croyances conventionnelles qui émergent comme des prophéties qui s'autoréalisent.

Lorsque le verdict des marchés s'éloigne trop de certains fondamentaux, les analyses alternatives et le doute viennent se substituer à la convention. L'ampleur du retournement est alors influencée par un

trices des croyances, lesquelles apparaissent indissociables des impératifs cognitifs et pragmatiques de l'activité marchande. La plupart des autres contributions sociologiques se sont affranchies de l'horizon normatif d'une valeur fondamentale et de l'idéal de l'efficience qui restent structurants dans l'approche critique de ces deux auteurs.

Une sociologie de la connaissance et de l'action, que l'on pourrait considérer d'inspiration wébérienne, permet d'envisager l'hétérogénéité des formes de rationalité, et partant, des convictions individuelles sincères qui y sont attachées. Ainsi, Charles Smith [3] a dressé un tableau descriptif des diverses formes typiques de conviction ayant cours

sur les marchés, à partir d'une approche ethnographique par entretiens auprès d'acteurs de grandes places financières. Il a essayé de comprendre « ce que le marché [avait] dans la tête » et dressé six portraits de « vrais croyants » (*true believers*) emblématiques de Wall Street. Ce faisant, il privilégie la figure de l'opérateur convaincu et soucieux de battre le marché, ou au moins d'optimiser sa performance grâce à l'acuité de son analyse, plutôt que la figure de l'opérateur cynique et stratégique, sans complètement en nier l'existence. Sa typologie comprend ainsi : 1) les *fundamentalistes*, attachés à l'analyse des informations économiques et financières et à la prévision de leur impact sur la valeur des actifs ; 2) les *insiders*, traqueurs d'informations et d'informateurs inédits afin d'avoir le privilège de la primauté et devancer le marché ; 3) les *chartistes*, qui conforment leur opinion sur les modèles de l'analyse dite « technique » des historiques de cours, qui identifient des séquences types de mouvements des prix et en prédisent l'amplitude ; 4) les partisans de la théorie de l'*efficience du marché*, qui dans le monde de la gestion des portefeuilles par exemple consiste à avoir une gestion passive de réplique du portefeuille de marché, compte tenu du fait qu'il est improbable de battre isolément le marché ; 5) les traders *intuitifs* qui pensent qu'il faut coller à la vie du marché ou plus exactement à ses émotions, afin d'en ressentir et d'en anticiper le mouvement ; 6) les *transformationalistes* enfin, qui valorisent les analyses et les concepts nouveaux et originaux, et donc souvent les secteurs et produits financiers qui en sont l'objet.

Smith note que ces postures et ces croyances peuvent être plus ou moins typiques de certains profils de métiers (traders, analystes, gestionnaires de fonds, etc.) ou de certains produits, mais d'autres travaux se sont intéressés de façon plus systématique et quantifiée à la corrélation de telles formes de croyances avec des caractéristiques des acteurs. C'est donc des profils d'acteurs croyants que la sociologie permet de différencier, au-delà des dynamiques de croyances collectives. Olivier Godechot [4] a éprouvé le lien entre trois attitudes au sein de salles de marchés dérivés et les parcours, origines et positions des opérateurs. Dans sa recherche, il distinguait les partisans de l'approche mathématique des partisans du chartisme et des partisans de l'analyse économique. Ce sont des visions du marché qui se combinent ou s'opposent, renvoyant chacune à des

curriculum scolaires types (axés plutôt sur l'ingénierie financière fortement mathématisée ou plutôt sur la culture macroéconomique, par exemple) et à des parcours (le type de marché ou de mentors auprès desquels on a fait ses premières armes). Par exemple, les supporters du chartisme se caractérisent par un capital scolaire en moyenne inférieur et revendiquent ce « savoir païen » davantage fondé sur un empirisme proverbial que sur la sophistication du raisonnement.

En envisageant la question des croyances au prisme d'une approche en termes de rationalité(s), le sociologue en renouvelle triplement la problématique. Dans un premier temps, les convictions apparaissent indissociables de pratiques et donc, comme des raisonnements plutôt que des déraisonnements, comme des heuristiques plutôt que des biais cognitifs. Dans un deuxième temps, il montre que ce « bazar des rationalités » contribue à l'affirmation d'une forme de rationalité économique collective. Les différents raisonnements se combinent, chacun apportant son expertise en fonction des avantages comparatifs que son capital culturel et sa socialisation professionnelle lui procurent. Enfin, la systématisation de plus en plus forte du calcul et des procédures objectives d'estimation, dans un souci toujours plus systématique d'optimisation de la performance financière à tous les niveaux de décision, range le secteur de la finance dans un processus général de rationalisation de type wébérien, malgré la persistance d'une hétérogénéité des formes de rationalités individuelles [4].

### Les croyances associées à une rationalité limitée et située

Tout un ensemble de recherches issues des *social studies of finance*, influencées par les *social studies of sciences*, contribue à la recherche sur les croyances sans assumer le concept en tant que tel, mais sans récuser la notion, régulièrement utilisée dans le cours des descriptions ethnographiques. La mise à distance du terme de croyance se comprend par rapport à la perspective relativiste et constructiviste de cette sociologie cognitive qui met la focale sur la pragmatique de la construction des savoirs dans le cours de l'action, alors que l'approche dominante des croyances recèle une conception normative et objectiviste de la vérité. Celui qui croit pense souvent savoir, et ce n'est qu'aux yeux de ceux qui doutent de ce qu'il tient pour son savoir qu'il acquiert le statut de croyant.

Les travaux d'anthropologie des marchés présentés dans cette section admettent les principes d'une rationalité limitée et favorisent une approche ethnographique attentive aux façons effectives qu'ont les opérateurs de s'approprier l'environnement, de l'analyser, de décider et d'agir.

La pratique financière de l'arbitrage a spécialement fait l'objet de travaux ethnographiques [5, 6]. L'arbitrage consiste à chercher à tirer un profit d'évaluations divergentes d'un même actif sur deux marchés différents, par exemple si le cours de l'or diverge de façon transitoire entre New York et Hong Kong. Avec la sophistication des produits, ce sont les estimations implicites de certaines grandeurs financières sur différents marchés financiers qui sont devenues l'objet d'arbitrages sophistiqués impliquant le recours à des modèles financiers : on compare, par exemple, la volatilité implicite d'un même titre à partir des prix de deux produits dérivés différents émis sur ce même titre. L'arbitrage engage le recours à une théorie relativement élaborée sur la similarité entre différents actifs financiers et des représentations matérialisées<sup>10</sup> de leurs valeurs relatives à même d'éprouver la plausibilité de cette théorie. L'arbitragiste doit se persuader et persuader les autres (ses collaborateurs, ses managers, les traders d'autres organisations) de la validité de sa conviction. Tant que cette dernière n'apparaît pas crédible aux yeux d'un nombre critique d'interlocuteurs décisifs, l'opportunité d'arbitrage n'est pas réalisable ou demeure perdante. Le partage d'informations et d'analyses, la formation d'une confiance dans les personnes et dans les convictions défendues apparaissent alors décisifs [5].

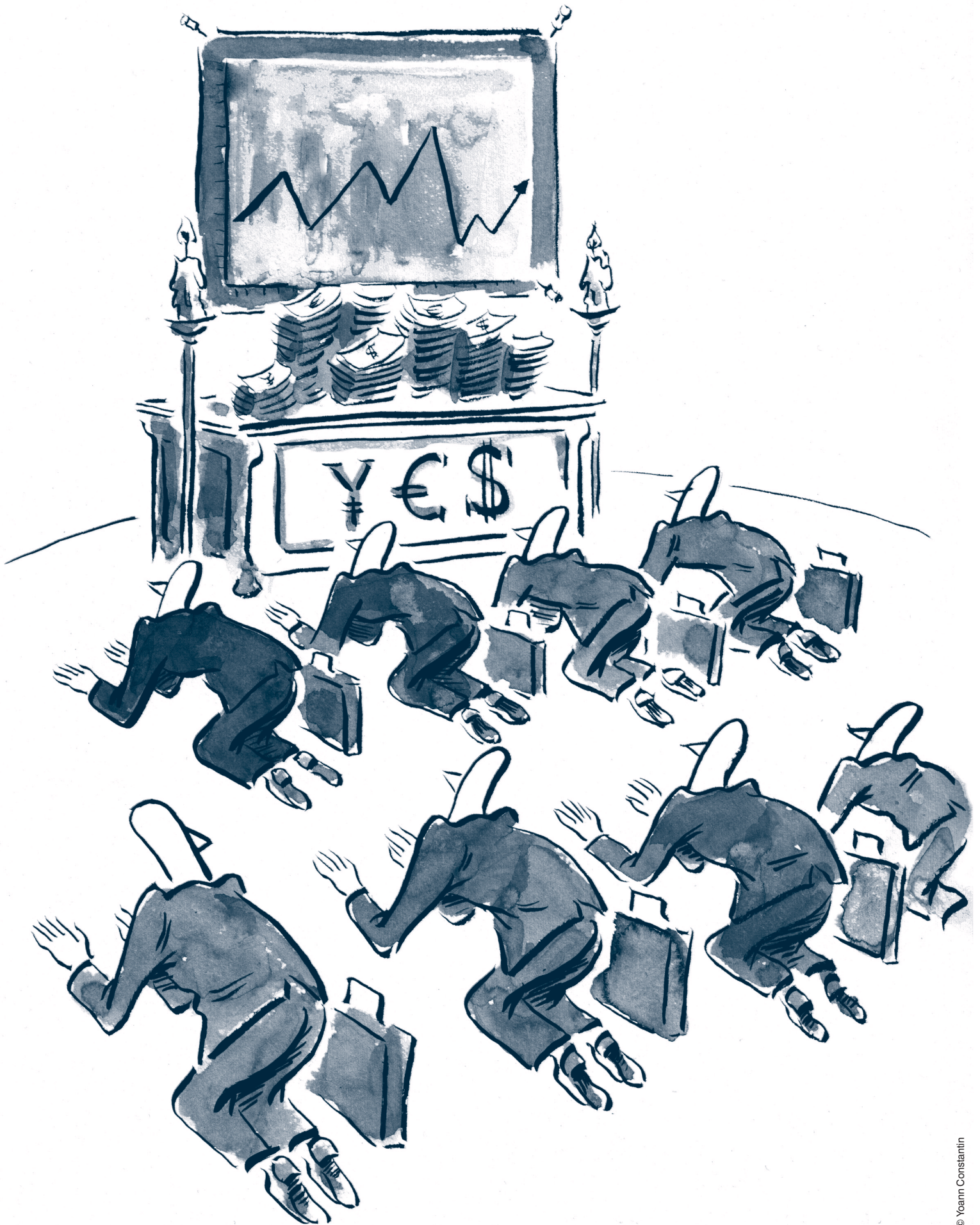
La sociologie des sciences, familière des laboratoires, a ainsi enrichi la compréhension des processus cognitifs en finance en transposant aux salles de marché les modèles d'enquête et les concepts ayant servi à investiguer la formation des vérités scientifiques. Ces espaces marchands peuvent, en effet, être envisagés comme des espaces collectifs d'analyse, d'interprétation et de production d'une vérité sur la valeur d'actifs souvent complexes et dépendants de variables impliquant des événements futurs, par nature difficilement sondables. Les moyens technologiques et informationnels mis à disposition des opérateurs induisent des façons de se représenter et d'aborder le marché, sans cesser de requérir la construction en situation d'heuristiques originales qu'il s'agit de faire éprouver et valider par le collectif.

La croyance dans les modèles issus de la théorie financière dominante apparaît alors décisive. Les modèles financiers constituent le prisme au travers duquel le trader apprécie l'opinion de ses rivaux [6]. Ainsi, à partir de l'observation du prix d'une option sur le marché, il peut par exemple induire la volatilité implicite que confère le marché à son actif sous-jacent et la comparer à sa propre conviction. Partant, il peut soit confirmer sa conviction, soit corriger son estimation, ou réviser le modèle afin de mieux coller à la tendance du marché. Cette modélisation réflexive, propre à l'âge de la finance quantitative et informatisée, reconduit – par modèles et prix interposés – les mécanismes de mimétisme déjà mis en évidence par l'économie hétérodoxe. Lorsqu'un nombre suffisant de traders se conforme à une croyance, un signal rassurant est envoyé à ceux qui tendraient à partager leur croyance, interrompant ainsi leur effort de réflexivité, à raison ou à tort. Beunza et Stark [6] parlent de « résonance mimétique », dans une forme renouvelée (car davantage médiée et impersonnelle) mais homologue à celle (plus directe et personnelle) observée sur les parquets où se négociaient des titres à la criée.

On observe ainsi des croyances structurées autour de dispositifs inspirés par la norme de la rationalité financière, non exempts de biais d'évaluation collective. Interroger les croyances financières avec un regard sociologique, ce n'est donc pas seulement éclairer la part d'irrationalité maintenue dans l'ombre par les modèles de la théorie financière dominante. C'est aussi documenter l'émergence de la confiance des acteurs dans les principes, les dispositifs et les modèles pratiques issus de cette théorie financière. C'est là toute la contribution des travaux sur la performativité des sciences économiques appliquées à la finance [7, 8] qui montrent par exemple comment le marché financier apparaît comme une incarnation du marché walrasien [7]. Les dispositifs inspirés des principes et des modèles de la théorie financière permettent aussi de faire l'économie d'une croyance primaire des individus en ce paradigme, tout en orientant leur action dans le sens des préceptes de la théorie embarquée.

Ces dispositifs supposés plus rationnels restent fondamentalement conventionnels et n'empêchent pas les crises financières. Ils sont soumis à des réévaluations critiques et collectives, propres à faire réémerger un climat de confiance susceptible d'assurer la renaissance

<sup>10</sup> Pour une sociologie cognitive mettant en évidence « l'économie de l'attention » mise en pratique par les traders au travail avec leur environnement matériel, informationnel et humain, abondant et complexe, voir Datchary C., *La Dispersion au travail*, Toulouse, Octarès, 2011.



sance du marché et la sortie de crise. Ainsi, suite à la crise de 1987, le modèle conventionnel de *pricing* sur le marché des options négociables a été révisé pour substituer au modèle de distribution gaussien de variation des cours, des modèles moins symétriques pondérant d'une probabilité supérieure des risques de forte chute des cours [8]. Donald MacKenzie a aussi montré par ailleurs comment les processus sociaux de construction d'une connaissance des produits impactent les (dés)équilibres du marché, à partir du cas historique de la titrisation des crédits *subprimes* ayant débouché sur la crise majeure de 2008 [9] (voir l'encadré « La crise des subprimes comme problème de sociologie cognitive »).

### La foi dans le marché

Les produits financiers sont fondamentalement abstraits et immatériels. En dernière instance, il s'agit de purs artefacts sociaux, même si l'histoire et la matérialisation profuse dont ils font l'objet leur confèrent une force d'objectivité remarquable. À ce titre, la reconnaissance et la compréhension du

où c'est seulement l'évaluation de ces titres qui était l'objet des croyances étudiées.

Les fondements sociaux et cognitifs de la liquidité d'un marché ont été mis au jour par des méthodes plus historiennes sur le marché des crédits hypothécaires ou des bons d'État [10]. Un long processus de standardisation et de publicisation des caractéristiques de contrats financiers est nécessaire pour les faire circuler sur un marché. La construction d'un marché secondaire des crédits hypothécaires (qui engage des réalités aussi singulières que des familles et des biens immobiliers) a requis la définition préalable de normes officielles et de protocoles uniformes pour ces opérations de crédit, par exemple. L'émergence d'une représentation largement partagée des caractéristiques d'un contrat et de ses modalités d'appréciation sont les conditions de sa négociabilité sur un marché de taille critique : faire concevoir et admettre qu'une réalité aussi complexe et organique qu'une grande entreprise est divisible en parts représentatives assorties de droits de propriété et de droits pécuniaires, tel a été le gage historique de l'émergence

*“La sociologie historique et cognitive a permis de montrer la genèse de conventions collectives sur les produits financiers et d'institutions marchandes associées”*

produit financier, la confiance dans sa possible évaluation, sont les conditions de sa circulation. La sociologie historique et cognitive a permis de montrer la genèse de conventions collectives sur les produits financiers et d'institutions marchandes associées, que l'on peut décrire comme autant de croyances fondatrices des marchés. Celles-ci correspondent à un nouveau type de croyances différant de celles envisagées précédemment au niveau de leur objet : il s'agit de croyances dans l'existence des titres, leur pertinence et leur négociabilité, elles-mêmes. Celles-ci étaient postulées par les approches précédentes circonscrites à une focale microsociologique,

des sociétés par actions et des bourses relatives à la négociation de ces actions. Cela n'a rien de naturel et requiert l'émergence puis l'implication durable d'institutions promotrices et dédiées (agences de normalisation, de notation, teneurs de marchés dédiés à la proposition permanente d'un prix d'achat et de vente, etc.). Dans son histoire de la mise en place controversée d'un algorithme d'appariement de l'offre et de la demande au moment de l'information de la Bourse de Paris, Fabian Muniesa a montré comment le partage d'une conviction dans le fait que le mécanisme d'enchère permettrait de faire émerger de justes prix a été la condition de l'existence du



### La crise des subprimes comme problème de sociologie cognitive

MacKenzie [9] a conduit une vaste enquête documentaire et d'histoires orales auprès de plus de 70 acteurs intervenus dans l'évaluation et la négociation des titres adossés à des portefeuilles homogènes de crédits hypothécaires (dits ABS) et titres adossés à des créances d'entreprises ou des dérivés de crédits (dits CDO), qui sont ensuite émis par tranche correspondant à des niveaux de risque / rendements différenciés. Malgré la similarité formelle entre ces instruments de titrisation et de transfert des risques de crédits bancaires, il montre que les pratiques d'évaluation relative à chacune de ces techniques se sont déployées comme des compétences et des services différenciés dans les organisations (que ce soient les banques ou les agences de notation).

Aussi, lorsque l'ingénierie financière a développé des CDO d'ABS (CDO dont les actifs sous-jacents étaient des ABS sur crédits hypothécaires), pour diversifier et disséminer davantage ces risques de crédit dans les années 2000, ils furent appréciés à deux niveaux différents. Notamment, les spécialistes des CDO, habitués à pouvoir disposer de données concernant les corrélations entre les risques des différents titres de créances obligataires inclus dans leur portefeuille, ont appliqué une estimation standard des covariances entre ces macroportefeuilles de crédits hypothécaires, dont les corrélations étaient en fait méconnues. Or, au moment de la crise immobilière et de ses faillites individuelles en cascade, la règle d'estimation retenue s'est avérée sous-estimer les liens entre les probabilités de défaut au sein de la tranche des ménages les plus risqués. Cela a alors créé une opportunité d'arbitrage entre le marché des ABS et leur marché dérivé (CDO d'ABS), qui appréciaient un même risque implicite différemment. L'exploitation à grande échelle de cette opportunité a mis en minorité les appréciations plus prudentes des plus frileux des investisseurs en ABS sur les tranches risquées, conduisant à amplifier et concentrer les pertes liées aux engagements hypothécaires au sein du système bancaire, avec l'effet de levier propre aux produits dérivés et les conséquences calamiteuses que l'on connaît.

Les routines organisationnelles au sein des agences de *trading* et la délégation de l'évaluation à quelques spécialistes et/ou à des agences de notation ont été d'autant plus fortes que la complexité de ces instruments requerrait des procédures mathématiques complexes (par exemple, des « copules gaussiennes » pour intégrer la prise en compte des covariances), difficiles à s'approprier pour la majorité des intervenants du marché. En outre, les modalités d'évaluation ont fait l'objet d'un apprentissage sur le marché, encourageant les institutions financières à créer les portefeuilles de titres les plus à même d'offrir des instruments d'investissement attractifs pour le marché au vu de la façon dont ils étaient évalués, perpétuant ainsi la genèse et la circulation d'actifs au risque sous-estimé mais conformes aux standards d'évaluation convenus <sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Ce phénomène de conformation du contenu des actifs financiers aux conventions d'évaluation du marché est semblable à celui que l'on peut observer sur le marché plus familier des actions des grandes entreprises. Parce que le marché boursier affiche de façon répétée des réactions positives à l'annonce de plans sociaux du fait de leur impact immédiat sur les coûts, certaines entreprises engagent des licenciements massifs pour booster à court terme le cours de leur titre. Une telle décision peut ne pas être stratégique à long terme, affaiblir leur performance, et finir par les pénaliser du point de vue de leur rentabilité, à rebours des prédictions boursières qui avaient inspiré leur stratégie.

<sup>12</sup> *International Swaps and Derivatives Association*, composée des plus grandes banques d'investissement et institutions financières intervenant sur les marchés dérivés de gré à gré.

marché de la cotation assistée en continue (CAC) des actions françaises [7]. Au-delà des Bourses de produits standards, nous avons également montré que sur les marchés de contrats de couverture personnalisés et négociés entre professionnels de gré à gré, la vivacité de l'activité et la fluidité des négociations bilatérales requièrent aussi tout un ensemble de dispositifs techniques et professionnels, comme l'ISDA <sup>12</sup>, éditrice de standards et principes de base servant de référence par défaut aux négociateurs de terrain [11].

Ainsi, une forme de croyance dans le marché lui-même, ses produits, ses institutions et leur naturalité, est requise pour le fonctionnement quotidien de ces marchés. Et les travaux sur les crises et les échecs de marché le démontrent *a contrario*. Dans le cas des macroportefeuilles de crédits *subprimes* décrits par MacKenzie [9], ce ne sont pas seulement les heuristiques ou les conventions des agents qui sont conduites à être corrigées suite à la mise à l'épreuve du marché, ce sont les institutions du marché lui-même : les produits (alors stigmatisés et qualifiés de toxiques), les agences de notation (dans leur compétence à produire des évaluations justes et non conniventes des risques d'instruments hautement complexes), les actifs sous-jacents et les institutions qui en régulent le marché (par exemple, le crédit hypothécaire). En période de crise, ce n'est rien

moins qu'un univers de représentation du monde qui vacille et menace de s'effondrer et d'assécher le marché. C'est tout un collectif qui perd ses références les plus sacrées. Le marché financier à travers ses prix et ses institutions phare a toutes les caractéristiques de l'entité autonome et sacralisée dans lequel se contemple le collectif duquel elle émerge, selon le processus décrit par Durkheim dans *Les Formes élémentaires de la vie religieuse* (1912).

La question peut alors se poser de savoir si tous ces mécanismes impliquent une croyance sincère de la part des acteurs financiers dans ces mécanismes d'évaluation plus ou moins complexes, ou s'il s'agit d'un opportunisme cupide et cynique de certains des acteurs. L'alternative, au-delà de sa formulation un peu caricaturale, est difficilement soluble d'un point de vue empirique mais aussi théorique [9]. Si l'opportunisme est une forme générale et en quelque sorte « culturelle » reconnue par les ethnographes sur les places financières, il est toujours assorti de mécanismes régulateurs permettant à la communauté de marché, traversée de concurrence et d'interdépendances, de tenir et de se perpétuer [12]. Aussi la confiance entre les individus et les organisations repose-t-elle fondamentalement sur des dispositifs de défiance – techniques et institutionnels – régulant en permanence le risque d'opportunisme latent

dans un univers régulé par la norme de la recherche légitime du gain maximal au moindre risque [11]. Par ailleurs, l'expérience du gain génère souvent la conviction que l'on a raison. De sorte que l'appât du gain se nourrit d'une croyance personnelle continuellement mise à l'épreuve du marché. D'ailleurs, dans un univers où la complexité et l'incertitude sont fortes, celui qui pense cyniquement et audacieusement avoir raison contre le marché et ses régulateurs n'est vraisemblablement détenteur que d'une vérité provisoire et certainement contingente, qui n'échappera pas longtemps à la sagacité d'un marché concurrentiel où l'observation mutuelle, directe ou par prix et dispositifs interposés, est légion.

La piste du cynisme froid contraste avec la dimension mystique des croyances dont fait l'objet ce dieu païen que constitue le marché lorsqu'il prétend dompter et anticiper justement le futur. L'anthropologue Bill Maurer a d'ailleurs avancé qu'une partie de la force mobilisatrice des produits financiers complexes comme les dérivés tient au refoulement du caractère fondamentalement théologique des outils d'appréciation du futur que sont les mathématiques stochastiques utilisées par les modèles [13]. L'affichage explicite de la rationalité et de la technicité calculatoire des probabilités ne saurait étouffer le geste fondamentalement démiurgique qui consiste à prétendre extraire une vérité du futur à partir du présent.

Les biais émotionnels pointés par la finance comportementale apparaissent symptomatiques d'un engagement inspiré des individus dans le marché, par-delà la raison. Si les perdants du marché attribuaient seulement à la chance et au hasard la réussite de leurs rivaux, il est peu probable qu'une proportion substantielle de malchanceux rejoindrait aveuglément la tendance dominante du marché. Le sociologue Charles W. Smith souligne que la plupart des participants ne croient fondamentalement ni à la chance ni au hasard : « Leur croyance est que le marché est régi par un certain ordre doté de sens, qui les conduit à penser que ceux qui y réussissent doivent "savoir" quelque chose » [3, p. 125]. Cela renvoie aux fondements religieux du mimétisme girardien qui a inspiré Orléan, même si pour des raisons d'ancrage disciplinaire et épistémologique, ce dernier a plutôt insisté sur la dimension rationnelle de la stratégie individuelle de conformité avec la convention dominante du marché. La capacité

d'absorption de l'esprit et du corps des traders par le marché, dans sa dimension ascétique et souvent mystique, est bien décrite dans le travail ethnographique de Caitlin Zaloom. Le marché y est présenté comme un « dieu jaloux » qui requiert une forme de dévotion exclusive (au moins temporairement des soucis personnels et familiaux par exemple). Il est un lieu de mise à l'épreuve de soi face à la vérité religieuse du marché qui a toujours raison [14].

Un intérêt d'une sociologie des marchés financiers est finalement de mettre en évidence comment un ciment politique et moral décisif de la foi collective dans les marchés financiers tient beaucoup à la mystification induite par la rationalité et l'efficience qu'ils sont supposés assurer, au travers de leur obsession affichée et organisée à énoncer une vérité objective de la valeur [15].

## Bibliographie

- [1] ZUCKERMAN E. W., "Market Efficiency: a Sociological Perspective" in CETINA K. K., PRED A. (éd.), *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*, Oxford, Oxford University Press, 2012, p. 223-249.
- [2] ORLÉAN A., *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.
- [3] SMITH CH. W., *Success and Survival on Wall Street. Understanding the Mind of the Market*, Lanham, MD: Rowman & Littlefield, 1999.
- [4] GODECHOT O., « Le bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement », *Politix*, 2000, p. 17-56.
- [5] BEUNZA D., HARDIE I., MACKENZIE D., "A Price is a Social Thing: towards a Material Sociology of Arbitrage", *Organization Studies*, 27(5), 2006, p. 721-745.
- [6] BEUNZA D., STARK D., "From Dissonance to Resonance: Cognitive Interdependence in Quantitative Finance", *Economy and Society*, 41(3), 2012, p. 383-417.
- [7] MUNIESA F., « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *Politix*, 13(52), 2000, p. 121-154.
- [8] MACKENZIE D., MILLO Y., "Constructing a Market, Performing Theory: the Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange", *American Journal of Sociology*, 109(1), 2003, p. 107-145.
- [9] MACKENZIE D., "The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge", *American Journal of Sociology*, 16(6), 2011, p. 1778-1841.
- [10] CARRUTHERS B. G., STINCHCOMBE A. L., "The Social Structure of Liquidity: Flexibility, Markets and States", *Theory and Society*, 28(3), 1999, p. 353-382.
- [11] MARTIN D., « Dispositifs de défiance et fluidité des échanges sur les marchés financiers de gré à gré », *Sociologie du travail*, 44(1), 2002, p. 55-74.
- [12] ABOLAFIA M. Y., "Markets as Cultures: an Ethnographic Approach", *The Sociological Review*, 46(S1), 1998, p. 69-85.
- [13] MAURER B., "Repressed Futures: Financial Derivatives' Theological Unconscious", *Economy and Society*, 31(1), 2002, p. 15-36.
- [14] ZALOOM C., *Out of the Pits: Traders and Technology from Chicago to London*, Chicago, University of Chicago Press, 2006.
- [15] ORTIZ O., *Valeur financière et vérité. Enquête d'anthropologie politique sur l'évaluation des entreprises cotées en Bourse*, Presses de Sciences Po, 2014.