



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

# **La contribution des investisseurs individuels à la liquidité des marchés d'actions**

Avril 2014

Jean-Noel Barrot (MIT)  
Ron Kaniel (University of Rochester et CEPR)  
David Sraer (Princeton University et NBER)

Pendant la crise financière de 2007-2008, les investisseurs individuels ont massivement vendu leurs OPCVM actions, alors qu'ils augmentaient significativement leur détention directe d'actions. La première tendance est cohérente avec la perception traditionnelle des investisseurs individuels comme étant prompts à fuir vers la liquidité en cas de turbulence sur les marchés financiers. Cette perception se nourrit de nombreux épisodes historiques, à commencer par la faillite de la Banque générale à Paris en 1720. La seconde tendance est plus surprenante: elle suggère que les investisseurs individuels pourraient avoir apporté de la liquidité aux marchés d'actions pendant la crise financière.

Cette étude s'attache à comprendre la contribution des investisseurs individuels au fonctionnement des marchés d'action, et à en déduire les implications pour le rendement de leurs placements. Deux courants de recherche s'opposent à ce sujet. Pour le premier, les investisseurs individuels placent leurs ordres de manière sous-optimale, ce qui perturbe les cours et les empêche de refléter les fondamentaux. Selon ce courant, les individus perdent de l'argent en investissant directement dans les marchés d'actions, car ils font face à d'importants coûts de transaction, ont des biais comportementaux, et ont tendance à détenir un portefeuille sous-diversifié.

Le second courant estime que les investisseurs individuels peuvent au contraire apporter de la liquidité sur les marchés d'actions et répondre à la demande parfois pressante des investisseurs

institutionnels, car ils sont moins contraints que ces derniers. Si les investisseurs individuels apportent de la liquidité aux marchés d'actions, ils devraient bénéficier d'une prime. C'est ce que cette étude se propose de quantifier.

Pour ce faire, cette étude exploite un échantillon unique et représentatif de données provenant d'un courtier en ligne européen de premier plan. L'échantillon couvre 4.6 millions d'ordres placés par 90,000 investisseurs individuels français sur 730 valeurs Euronext entre 2002 et 2010. Ces données permettent de mesurer la liquidité globale fournie par les investisseurs individuels, et d'analyser s'ils en bénéficient.

L'étude aboutit à trois conclusions principales.

La première est que **les investisseurs individuels sont**, au niveau agrégé, **apporteurs de liquidité** sur les marchés d'actions. Les flux nets d'investissement (achats moins ventes) de ces derniers sont « contrariants », ce qui signifie qu'ils sont acheteurs nets des actions dont les cours ont chuté, et inversement. En outre, les flux nets d'investissement sont corrélés positivement avec les rendements des actions à un horizon de deux semaines. Autrement dit, les cours rebondissent pendant deux semaines après avoir été massivement achetés par les investisseurs individuels. Un portefeuille qui imiterait les flux d'investissements agrégés des investisseurs individuels, donnerait un rendement ajusté pour le risque (alpha) annualisé de près de 20%, ce qui est considérable. Cet effet est multiplié par deux pendant les périodes d'incertitudes sur les marchés financiers, et notamment pendant la crise de 2007-2008.

La deuxième conclusion est qu'en moyenne les investisseurs individuels ne tirent pas profit de leur fourniture de liquidité aux marchés d'actions. Il y a deux raisons principales à cela. En premier lieu, **ils ont tendance à acheter « trop tôt »**, c'est-à-dire avant que le cours de l'action faisant l'objet d'une pression à la vente ait atteint son point bas. Supposons que les investisseurs institutionnels commencent à vendre massivement une action pour rééquilibrer leur portefeuille. La pression à la vente va pousser le cours en dessous de sa valeur fondamentale temporairement, jusqu'à ce qu'il rebondisse. En moyenne les investisseurs individuels n'achètent pas cette action au point le plus bas, mais à mi-chemin de la baisse. Par conséquent, ils ne bénéficient pas pleinement de l'effet de rebond. En second lieu, **ils ont**

**tendance à tenir leurs positions trop longtemps.** Au lieu de cela, ils ont tendance à dénouer leurs positions après que la prime de liquidité soit dissipée.

Enfin, la troisième conclusion de l'étude est qu'**avec l'expérience, les investisseurs individuels s'améliorent** sur ces deux dimensions. Ils ont tendance à perdre moins d'argent lorsqu'ils placent leurs ordres, et à dénouer leurs positions plus rapidement. Par conséquent leur performance s'améliore.