

o e e

OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Les épargnants ont-ils toute leur tête ?



LES BIAIS DE COMPORTEMENT

Les modèles classiques sont fondés sur une hypothèse de rationalité, souvent éloignée de la réalité. Un nouveau courant de recherche, à l'origine initié par des psychologues s'intéressant à l'économie, a mis en lumière des types de décision répondant à d'autres logiques que celle de « l'homo œconomicus ». L'OEE a été à l'initiative de plusieurs études analysant les biais de comportement des épargnants.

Les partenaires de l'OEE



Martin Weber
(Université de Manheim)



André de Palma
(ENS Cachan)



Nathalie Picard
(Université de Cergy-Pontoise)



Patrick Roger
(Université de Strasbourg)

LES ENJEUX

- Les biais de comportement des épargnants doivent-ils être corrigés par la réglementation et la fiscalité ?
- L'intensité variable des biais de comportement selon la situation des investisseurs (genre, âge, statut marital...) justifie-t-elle une approche commerciale différenciée des intermédiaires ?
- L'éducation financière réduit-elle les biais de comportement ?
- Comment les intermédiaires peuvent-ils au mieux interroger leurs clients sur leur profil de risque et leurs objectifs ?

Quels sont les déterminants de la prise de risque ?

Le comportement de prise de risque d'un investisseur dépend de trois facteurs :

- Ses anticipations de rendement des produits d'investissement
- Ses anticipations de risque sur ces produits
- Son aversion au risque

Un retrait des produits risqués peut résulter de changements d'anticipations sans nécessairement refléter une plus grande aversion au risque. Les anticipations sont influencées par des événements généraux affectant les marchés et par les expériences individuelles de perte ou de gain.

L'OEE a confié à **André de Palma et Nathalie Picard** une étude ayant pour objectif de déterminer dans quelle mesure et pourquoi les épargnants se sont détournés des placements à risques (en particulier les actions), à la suite de la crise financière de fin 2008. Ce comportement peut s'expliquer soit par un changement des anticipations des investisseurs sur le risque et le rendement des différents types d'actifs, soit par un changement des attitudes face à un risque donné. Afin de prendre en compte les biais introduits par les déclarations subjectives des épargnants, les chercheurs ont travaillé sur des données qui mélangent préférences déclarées, à travers un questionnaire portant sur les comportements en situation de risque, et préférences révélées grâce à des données renseignant le taux de détention, les montants par actifs et la structure du patrimoine des sondés¹. À partir d'un échantillon composé d'épargnants « affluent » disposant d'un patrimoine supérieur à 50 000 euros (panels SoFia, TNS Sofres) et d'un panel d'académiques (étudiants et enseignants en économie et finance), les effets de la crise de 2008 sont analysés avec les méthodes de la finance comportementale développées par **Daniel Kahneman**, prix Nobel d'économie en 2002, et **Amos Tversky**. Ils montrent que la crise financière a eu trois principaux effets :

1. Les investisseurs sont **légèrement plus averses** au risque après la crise de 2008 et se détournent des actifs les plus risqués.
2. Ils sont également **plus averses aux pertes** : ils accordent plus de poids aux risques de pertes que de gains dans leurs décisions.
3. Leur tendance à **déformer les probabilités** s'est accrue : ils surestiment les faibles probabilités de perte importante.

L'étude permet aussi de différencier les résultats selon les caractéristiques des épargnants. Par exemple :

- Les femmes sont en moyenne plus

averses au risque que les hommes. Elles déforment en moyenne plus les probabilités et elles sont plus pessimistes.

- Les veufs et divorcés sont en moyenne plus averses au risque, plus averses aux pertes et plus pessimistes.
- Les personnes mariées déforment en moyenne beaucoup plus les probabilités que la moyenne (et que les personnes vivant maritalement.)

Enfin, des différences apparaissent entre les déclarations des sondés et leurs décisions effectives.

L'étude de **Maxime Merli et Patrick Roger** s'appuie sur l'exploitation des données d'une société de courtage en ligne regroupant les transactions de plus de 90 000 investisseurs individuels français de 1999 à 2006. Ils mettent en évidence la **difficulté des investisseurs à « prendre leurs pertes »**, appelée le « **biais de disposition** » à la suite de Daniel Kahneman : la probabilité pour un investisseur de vendre un titre gagnant est 60 % plus élevée que celle de vendre un titre perdant. Cette tendance des investisseurs à prendre leurs gains trop tôt et à conserver en portefeuille les titres perdants s'atténue légèrement pour les investisseurs sophistiqués en raison de leur usage des produits dérivés, de la vente à découvert ou de la diversification internationale du portefeuille.

L'étude de **Martin Weber, Elke U. Weber et Alen Nasic**, qui porte aussi sur les transactions de clients d'une banque de courtage en ligne, présente l'intérêt d'exploiter plusieurs vagues d'enquête sur un même échantillon, avant et après la crise financière de 2008. L'étude confirme l'existence de biais, notamment le fait que **les investisseurs sont plus optimistes pour leur propre portefeuille que pour le marché**. Et surtout ils montrent que les changements de comportement résultent de changements des anticipations de rendement, et surtout de risque, et non pas de changements de **l'aversion au risque** : celle-ci est **assez stable** dans le temps.

Enseignements pour les épargnants

La performance des placements serait meilleure en évitant les biais de comportement et les biais cognitifs. La gestion déléguée dans le cadre d'un mandat ou d'un fonds peut permettre d'y échapper.

Enseignements pour les autorités

La mise en œuvre des dispositions de la directive MIF sur le conseil en investissement devrait prendre en compte les enseignements de la finance comportementale.

Les travaux réalisés pour l'OEE

Shaneera Boolell-Gunesh, Marie-Hélène Broihanne et Maxime Merli, « **Disposition effect, investor sophistication and taxes: Some French Specificities 1** », *Revue Finance* 30 (1), 51-78, Janvier 2009

Shaneera Boolell-Gunesh, Marie-Hélène Broihanne, Maxime Merli et Patrick Roger, « **Choix de portefeuille, sur-confiance et biais de disposition** », Avril 2010

André de Palma (ENS Cachan) et Nathalie Picard (Université de Cergy-Pontoise), « **Impact de la crise sur l'attitude face au risque** », Novembre 2010

Didier Davydoff et Laëticia Gabaut, « **Qui prend des risques, quand et pourquoi** », *Revue Risques* n°85, Mars 2011

Martin Weber, Elke U. Weber et Alen Nasic, « **Who takes risks, when and why: determinants of changes in investor risk taking** », Octobre 2010. L'étude a ensuite été publiée dans la *Review of Finance*, Volume 17 N°3, Juillet 2013.

¹Cinq types d'actifs sont considérés : les PEL, les comptes sur livret, les assurances-vie en euros, les assurances vie en unités de compte, les valeurs mobilières.