



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Juin 2012

**Résumé-conclusions de l'étude d'André de Palma (ENS Cachan) et Nathalie Picard  
(Université de Cergy-Pontoise)**

**« Impact de la crise sur l'attitude face au risque »**

Cette étude avait 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 mixent **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 sondés<sup>1</sup>.

A partir d'un 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 selon trois dimensions définies par la finance comportementale (et théorisée par Daniel Kahneman, prix Nobel d'économie en 2002, et Amos Tversky) :

- l'aversion au risque : les investisseurs averses au risque préfèrent un gain sûr à un gain aléatoire plus important ;
- l'aversion aux pertes : Les investisseurs ne perçoivent pas de la même manière les gains et les pertes, ils accordent plus de poids aux pertes qu'aux gains dans leurs décisions ;
- la déformation des probabilités, asymétrique selon les gains ou les pertes : selon qu'ils sont optimistes ou pessimistes les investisseurs surestiment ou sous-estiment les petites probabilités de gains ou de pertes extrêmes.

---

<sup>1</sup> Cinq 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.

S'agissant des ajustements de portefeuille:

- d'abord, les investisseurs **réallouent relativement peu** leur patrimoine financier, et quand ils le font c'est généralement tous ensemble et dans le même sens ;
- ensuite, les variations des montants ajustés<sup>2</sup> pour chaque catégorie d'actif sont retardées et de plus grande ampleur en fin de période, par rapport aux montants nominaux : ce retard traduit probablement une **inertie des choix de portefeuille** malgré l'impact de la crise sur les préférences des investisseurs.

La crise financière a eu quatre 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**.
3. Leur tendance à **déformer les probabilités** s'est accrue.
4. Le phénomène de **déformation asymétrique des pertes ou des gains** est confirmé : il permet de **distinguer nettement une attitude optimiste ou euphorique d'une attitude pessimiste**. Là encore, la crise a nettement **réduit la propension des investisseurs à l'optimisme** (surestimation des probabilités de gains/sous-estimation des probabilités de pertes) et a **accru leur pessimisme** (surestimation des probabilités de pertes/sous-estimation des probabilités de gains).

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

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

Enfin, si les préférences déclarées correspondent relativement bien aux préférences révélées, des **différences significatives** subsistent de telle sorte que les premières ne prédisent pas complètement les secondes.

Trois raisons peuvent expliquer cette discordance. La première est liée à la **relative inertie dans la réallocation des portefeuilles** des investisseurs (*cf. supra*) : « l'histoire » de l'investisseur et les délais

---

<sup>2</sup> Les montants ajustés sont les montants pour chacun des actifs corrigés des variations de la valeur des actifs. Il s'agit de raisonner en volume plutôt qu'en valeur.

de réallocation du capital expliquent probablement ce décalage avec les préférences déclarées. Une seconde raison relève de **l'influence du conseiller financier**. Enfin une troisième raison serait **l'imprécision de la mesure des préférences déclarées** des investisseurs.

Mais cette analyse est tout aussi intuitive qu'elle est **réductrice et biaisée** : l'attitude face au risque devrait se décrire selon d'autres paramètres, et c'est l'objectif que se fixe la théorie de **l'utilité non-espérée** initiée par Kahneman, et Tversky, en réaction à la théorie classique.