

QUI PREND DES RISQUES, QUAND ET POURQUOI ?

Didier Davydoff

Directeur de l'Observatoire de l'épargne européenne

Laetitia Gabaut

Économiste, Observatoire de l'épargne européenne

Cet article reprend les conclusions de l'étude intitulée « *Who takes risks when and why : determinants of changes in investor risk taking* », livrée à l'Observatoire de l'épargne européenne (1). La crise financière a remis sur le devant de la scène des questions relatives aux déterminants de la prise de risque des investisseurs individuels, que cette étude cherche à analyser. À partir des données d'une enquête menée entre septembre 2008 et juin 2009 auprès des clients d'une banque de courtage en ligne britannique, la prise de risque a été décomposée en différentes variables contributives, afin d'examiner comment elle évolue en cas de changements dans ces variables. Les résultats indiquent que la crise financière a principalement modifié les anticipations des épargnants sur les marchés et non leur aversion au risque.

Un nouveau modèle de risque-rendement

Les crises financières modifient toujours les attitudes des épargnants face au risque. Celle qui a débuté pendant l'été 2007 n'a pas échappé à la règle. On a assisté dans tous

les pays européens à un basculement des flux de placements en titres et fonds d'investissements vers les produits bancaires (comptes à vue, livrets et comptes à terme).

Au dernier trimestre 2008, après la faillite de Lehman Brothers, ces tendances se sont accentuées. Les banques britanniques ont plus que récupéré les sorties de fonds des *building societies*, et en France

Investissements nets des ménages par grandes classes d'actifs Octobre 2007-septembre 2008, par habitant En euros					
	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni
Monnaies et dépôts	909	1 518	773	1 173	1 757
Titres (obligations, actions, fonds)	- 84	- 532	- 102	275	- 1 442
Assurance vie et fonds de pension	713	192	1 307	- 148	577
Total	1 537	1 178	1 979	1 300	893

Source : calculs OEE, comptes financiers trimestriels.

non seulement l'épargne réglementée, qui bénéficiait de taux réels exceptionnellement élevés, mais aussi les comptes et livrets fiscalisés ont attiré des flux de placement record. À l'inverse, les retraits des fonds d'investissements se sont accélérés. En Allemagne, par exemple, les demandes de remboursement de parts de fonds ont été massives, tant de la part des investisseurs institutionnels que des particuliers. Quant à l'assurance vie, seuls les contrats en euros ont résisté, la part des contrats en unités de compte dans les cotisations passant de 26,5 % au troisième trimestre 2007 à 11 % en avril 2010.

Comment expliquer de tels changements dans les allocations d'épargne ? À côté des modèles de rendement-risque classiques, des économistes spécialisés en économie et finance comportementales ont commencé à développer des modèles utilisant des données de panel où les personnes interrogées répondent à des questions sur leurs valeurs, croyances ou anticipations, dans le but d'analyser les comportements financiers et les transactions économiques des investisseurs individuels.

Le comportement de prise de risque d'un investisseur résulte de trois facteurs : ses anticipations de rendement des produits, ses anticipations de risque des produits et son aversion au risque. Les changements dans la prise de risque peuvent être le résultat de changements dans un ou trois des déterminants de la prise de risque.

λ Prise de risque = f (λ Rendements anticipés, λ Risques anticipés, λ Attitudes face au risque).

La littérature existante montre que la prise de risque des investisseurs individuels, c'est-à-dire l'allocation de leur épargne entre actifs risqués et actifs sans risque, peut varier substantiellement dans le temps en réponse aux événements de marché. Les expériences personnelles de gain ou de perte et les réactions affectives associées altèrent les perceptions de risque et/ou de rendement futurs, et donc modifient dans le temps la volonté des investisseurs d'investir dans un actif risqué.

Les anticipations en termes de risque et de rendement varient dans le temps, influencées par des événements

macroéconomiques ou des expériences individuelles de pertes ou de gains. Les perceptions du risque augmentent généralement lors de conditions défavorables, alors que les rendements espérés reflètent la prise en compte d'événements ou de tendances passés et, à d'autres moments, reflètent une croyance de retour à moyenne à court terme.

La recherche comportementale a mis en évidence que les anticipations en termes de rendement et de risque des investisseurs ne sont pas basées uniquement sur des données économiques.

La prise de risque et ses déterminants

L'étude livrée fin 2010 par des chercheurs de l'université de Mannheim à l'Observatoire de l'épargne européenne (2) a permis de mesurer et d'analyser l'impact de la crise sur la prise de risque des investisseurs individuels.

Entre septembre 2008 et juin 2009, quatre enquêtes ont été conduites à trois mois d'intervalle auprès d'investisseurs confirmés, clients d'une banque de courtage britannique en ligne habitués à effectuer des transactions sur le marché des actions et sur d'autres produits financiers. Contrairement aux précédentes enquêtes menées auprès de clients de banques de courtage en ligne, les mêmes investisseurs ont été interrogés sur les mêmes questions, sur plusieurs périodes, avant et après la faillite de Lehman Brothers.

Alors que les précédentes études analysaient les changements dans la prise de risque en étudiant de manière isolée des facteurs (attitudes face au risque, anticipations en termes de rendement ou de risque), cette étude a examiné les relations entre les différents déterminants de la prise de risque. Quatre types de questions ont été posés.

Questions sur la prise de risque

Afin de mesurer leur prise de risque, les investisseurs étaient interrogés sur la répartition d'un place-

ment de 100 000 livres sterling, entre la part qu'ils souhaitent investir respectivement sur le marché des actions et dans un actif sans risque avec un taux de rendement garanti à 4 %.

Questions sur les attitudes face au risque

Les attitudes face au risque des investisseurs ont été mesurées à partir de trois questions :

- « Je serais probablement prêt à investir une somme significative sur un placement à haut risque » ;
- « Je suis une personne qui prend des risques financiers » ;
- « Même si je subis une perte importante sur un placement, je continuerai d'envisager de faire un investissement risqué ».

Pour chacune des trois questions l'investisseur donne son point de vue, à l'aide d'une échelle de type Likert en 7 points. Le point 1 correspond à un désaccord avec la question (« 1 = *Strongly Disagree* »), alors que le point 7 correspond à un accord avec la question (« 7 = *Strongly agree* »).

Questions sur les anticipations de rendement et de risque

Les investisseurs ont répondu à des questions relatives à leurs anticipations en termes de rendement et de risque. Ils étaient interrogés pour chaque question à la fois sur leur propre portefeuille et le portefeuille de marché.

Les anticipations en termes de risque et de rendement ont été obtenues de deux manières différentes : une première a consisté à demander aux investisseurs une évaluation numérique de leurs anticipations et une autre à évaluer leurs anticipations subjectives. Les évaluations subjectives des investisseurs étaient mesurées pour chaque variable avec la même méthode que celle utilisée pour évaluer la prise de risque, à l'aide d'une échelle Likert en 7 points.

Pour les évaluations numériques de rendement, les investisseurs devaient établir leurs estimations moyennes sur les trois prochains mois du rendement de leur portefeuille et du portefeuille de marché. Puis ils devaient délimiter leurs estimations entre une

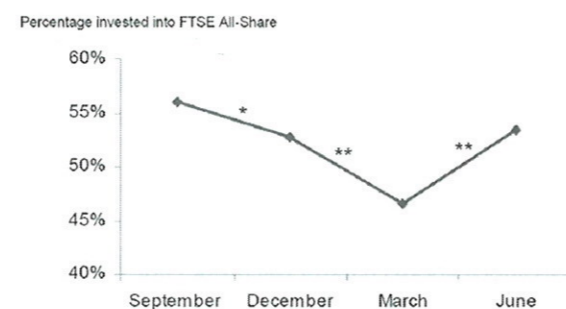
borne inférieure et une borne supérieure avec une probabilité de 5 % d'erreur. Les évaluations numériques du risque attendu ont été déduites grâce la méthode, très utilisée dans la littérature empirique, de « deux points d'appréciation de la variance des résultats », qui consiste à transformer les bornes inférieure et supérieure déterminées précédemment en une estimation de la volatilité.

Questions sur les performances passées

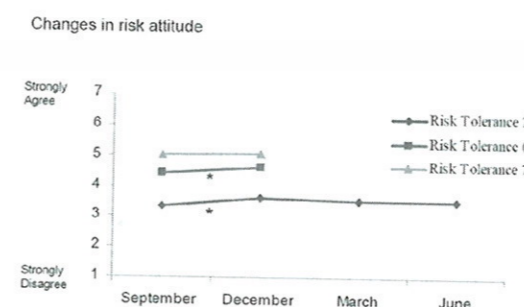
Pour déterminer la mémoire des rendements passés des investisseurs, à la fois sur leur portefeuille et sur le portefeuille de marché sur les trois derniers mois, comme pour précédemment, deux méthodes ont été utilisées. Dans un premier temps, les investisseurs devaient définir numériquement le rendement et le risque réalisés sur les trois derniers mois. Puis ils déterminaient leurs évaluations subjectives sur le même principe d'échelle.

Analyse statistique des résultats des enquêtes

Les données moyennes des réponses de chacune des variables ont confirmé que la prise de risque varie dans le temps, puisque le pourcentage moyen que les investisseurs sont prêts à investir sur le marché des actions britanniques varie substantiellement entre les différentes périodes. La part des 100 000 livres investie sur le marché action décroît de 56 % en septembre 2008 à 52,8 % en décembre 2008, pour atteindre un plus bas niveau à 46,5 % en mars 2009 et remonter ensuite à 53,5 % en juin 2009.



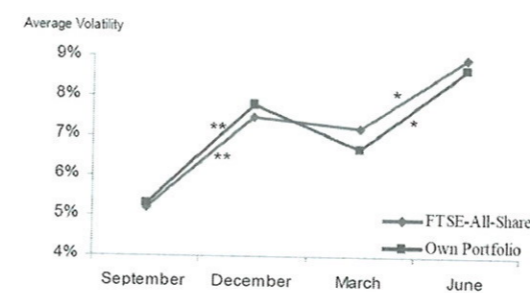
Et pourtant les attitudes face au risque déclarées par les investisseurs sont stables au cours des quatre enquêtes. D'un point de vue individuel, 40 % des personnes interrogées ont répondu de la même manière sur leur attitude face au risque entre deux périodes et plus de 80 % d'entre elles n'ont pas changé leur évaluation de plus de 1 point sur l'échelle Likert en 7 points.



Ce sont de fait les anticipations de risque et de rendement pour le portefeuille de marché et les portefeuilles individuels qui varient dans le temps.

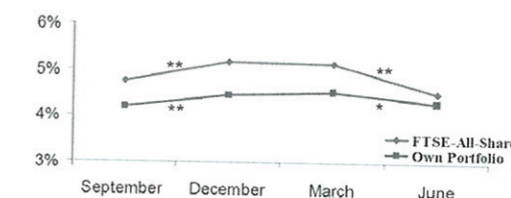
Les estimations de la volatilité sont significativement plus élevées en décembre 2008, suite à la faillite de Lehman Brothers et à la chute des marchés financiers. Les estimations numériques de la volatilité sont cohérentes avec le comportement du marché sur la même période. Cependant, les estimations subjectives en termes de risque restent stables entre décembre 2008 et mars 2009, puis diminuent significativement en juin, indiquant que les investisseurs se sont habitués à la forte volatilité ou que leurs inquiétudes ont diminué.

Changes in numerical risk expectations



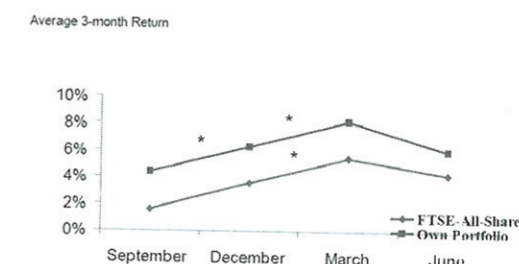
Changes in numerical return expectations

Changes in subjective risk expectations

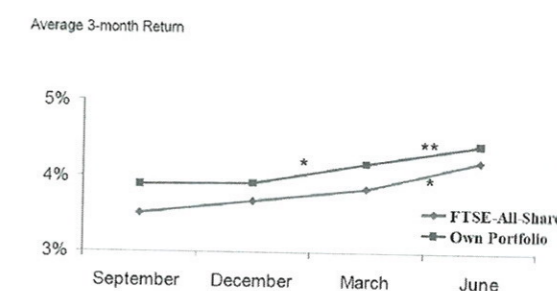


Les anticipations en termes de rendement sont variables dans le temps, mais moins que les anticipations du risque. À l'inverse des estimations pour la volatilité, les changements observés sur les anticipations de rendement ne reproduisent pas les évolutions récentes du marché. Les quatre évaluations en termes de rendement (numériques et subjectives) sont soit stables, soit en augmentation entre septembre 2008 et juin 2009. Cela suggère que les investisseurs interrogés espèrent une certaine forme de retour à la moyenne du marché (*mean reversion*), suite à la période de turbulence et de pertes. À l'inverse, les estimations numériques des performances passées reflètent les performances effectives observées sur le marché des actions britanniques.

Changes in numerical return expectations



Changes in subjective return expectations



Afin de déterminer les liens existant entre les différentes variables, des coefficients de corrélation de Pearson ont été calculés pour chacune des quatre périodes :

- entre les anticipations en termes de rendement et de risque évaluées numériquement et celles évaluées subjectivement (pour le portefeuille du marché et les portefeuilles individuels) ;

- entre les évaluations de rendement et de risque passés du portefeuille de marché et celles des portefeuilles individuels (évaluées à la fois numériquement et subjectivement) ;

- entre les anticipations en termes de risque et celles en termes de rendement (évaluées soit pour le portefeuille de marché, soit pour les portefeuilles individuels).

- Les corrélations entre les valeurs numériques et subjectives sont plus importantes pour les anticipations de rendement que pour celles du risque ;

- les corrélations entre les évaluations en termes de rendement et de risque pour le portefeuille de marché et celles des portefeuilles individuels sont plus importantes lorsqu'elles sont évaluées numériquement que subjectivement ;

- les investisseurs sont plus optimistes pour leur propre portefeuille que pour celui de marché, avec une évaluation subjective du rendement espéré plus élevée et une évaluation subjective du risque attendu plus faible que pour le portefeuille de marché. Ces résultats conduisent à donc à une faible corrélation entre les valeurs évaluées pour les portefeuilles individuels et celles du portefeuille de marché ;

- les dernières corrélations calculées entre les anticipations en termes de risque et celles en termes de rendement permettent d'identifier l'existence possible d'un effet halo dans les évaluations des investisseurs. L'effet halo (Finucane et al., 2000) s'observe lorsqu'il existe une relation négative entre les antici-

pations en termes de risque et de rendement des investisseurs, de sorte que les placements présentant des opportunités de rendement plus élevé sont perçus comme moins risqués. Les résultats de la présente étude indiquent que les investisseurs ne présentent pas d'effet halo pour les jugements numériques pour leur propre portefeuille, puisque ceux-ci impliquent une relation positive entre le risque et le rendement de leur portefeuille. Par contre, en ce qui concerne leurs évaluations subjectives, les investisseurs présentent un effet de halo, puisqu'une corrélation négative est observée entre leurs anticipations en termes de risque et celles en termes de rendement.

L'analyse des réponses selon les profils des sondés montre que des investisseurs avertis peuvent, autant que les autres, investir selon des motivations altérées par leurs jugements subjectifs.

Pourquoi la prise de risque change-t-elle ?

Afin d'analyser l'évolution des différentes variables entre deux périodes, d'évaluer et d'identifier celles susceptibles d'expliquer un changement dans la prise de risque, une première méthode a consisté à diviser, pour les trois périodes de temps (septembre-décembre 2008, décembre 2008-mars 2009, mars-juin 2009), l'échantillon des investisseurs en deux groupes, avec d'un côté les investisseurs dont la prise de risque augmente entre deux périodes successives et d'un autre côté les investisseurs dont la prise de risque diminue.

Les résultats obtenus indiquent que les changements dans les attitudes face au risque et les estimations des performances passées sont peu différenciés entre les deux groupes d'investisseurs. De même, les changements dans les anticipations en termes de risque et de rendement pour les portefeuilles individuels ne diffèrent presque pas d'un groupe à l'autre

(à la fois pour valeurs numériques et subjectives). Les mêmes résultats s'observent pour le portefeuille de marché, mais uniquement pour les évaluations numériques.

En effet, pour le portefeuille de marché, les deux groupes d'investisseurs se différencient dans l'évolution de leurs anticipations en termes de risque et de rendement évaluées de manière subjective. Les investisseurs qui prennent plus de risque d'une période à l'autre espèrent obtenir de plus hauts rendements sur les trois prochains mois, alors que ceux qui en prennent moins s'attendent à des rendements stables dans le temps. De même, les investisseurs qui prennent moins de risque d'une période à l'autre s'attendent à une hausse du risque à la prochaine période, alors que les ceux qui prennent plus de risque s'attendent à ce qu'il baisse.

Sept régressions multivariées Tobit ont été menées pour déterminer la combinaison de facteurs qui conduit à des changements dans la prise de risque pour le portefeuille de marché. La variable dépendante des modèles correspond à la variation de la part de la richesse investie dans le marché des actions britanniques. Pour chacune des régressions, les variables indépendantes correspondent aux changements observés entre deux périodes pour les variables précédemment étudiées : attitudes face au risque, anticipations numériques et subjectives en termes de risque et de rendement et évaluations numériques et subjectives des performances passées.

Les résultats de ces régressions indiquent que les changements dans les attitudes face au risque, de même que les évaluations numériques en termes de rendement et de risque, pris isolément ou en combinaison avec d'autres facteurs, n'impactent pas la prise de risque.

À l'inverse, les changements dans les anticipations subjectives en termes de risque et de rendement de marché expliquent, quant à eux, les changements dans la prise de risque. Plus les évaluations subjectives du rendement attendu sont élevées par rapport à la précédente période, plus la prise de risque augmente par rapport à la période précédente. Plus le niveau subjectif de risque espéré pour le marché est fort, moins la prise de risque diminue par rapport à la

période précédente. Ces résultats confirment l'hypothèse que les évaluations subjectives du rendement et du risque attendus prédisent mieux les changements dans la prise de risque que les évaluations numériques.

Conclusion

L'ensemble des résultats des travaux statistiques suggère fortement que les changements observés dans la prise de risque sur les périodes étudiées sont le résultat de changements dans des anticipations subjectives de rendement et de risque futurs du marché et non de changements dans les attitudes face au risque.

Par ailleurs, les résultats de cette étude ont indiqué que même des investisseurs confirmés pouvaient avoir des croyances erronées à court terme sur les rendements des marchés. Les investisseurs interrogés croyaient à un retournement à court terme du marché vers son rendement moyen, ce qui n'a pas eu lieu. Cette étude présente un intérêt pour les intermédiaires financiers : la réglementation leur impose, avant toute recommandation d'investissement, d'interroger leurs clients sur leur profil de risque et leurs objectifs d'investissement. Il est inutile de les interroger souvent sur leur aversion au risque, qui est en général stable dans le temps. En revanche, ce sont leurs anticipations subjectives de rendement et de risque qui évoluent en fonction de la conjoncture et font varier leur comportement. L'éducation financière des épargnants, y compris des plus avertis d'entre eux, devrait favoriser une convergence entre les anticipations subjectives de rendement et de risque, qui sont souvent erronées mais qui dictent les comportements, avec les anticipations numériques, qui sont plus exactes mais moins déterminantes dans les allocations d'épargne.

Notes

1. Martin Weber, Elke U. Weber, Alen Nasic, "Who takes risks, when and why : determinants of changes in investor risk taking", octobre 2010.

2. Op. cit.