



La finance comportementale : enjeux et perspectives

La finance comportementale est un domaine de recherche interdisciplinaire, qui vise à mieux intégrer des concepts et résultats issus de la psychologie, voire de la sociologie ou l'anthropologie. Elle a mis à jour l'existence de nombreux biais comportementaux qui suivent souvent les mêmes schémas chez les décideurs ou les investisseurs. Après avoir brièvement exposé les origines et causes de ces biais, nous offrons un bref aperçu des biais les plus susceptibles de conduire l'investisseur à une gestion sous-optimale de son portefeuille d'actifs. Ces phénomènes sont aujourd'hui bien établis et portent de nombreux challenges. Nous identifions pour terminer les nouvelles perspectives qu'ils offrent pour les chercheurs, pour les professionnels de la finance, ainsi que pour les régulateurs.

Rudy De Winne

Catherine D'Hondt

La finance traditionnelle, qui a été le paradigme dominant pendant plusieurs décennies, repose sur l'hypothèse - tantôt explicite, tantôt implicite - que l'individu est un agent économique parfaitement rationnel. Cette rationalité a deux implications. Premièrement, les individus ajustent leurs croyances de façon correcte lorsqu'ils reçoivent de nouvelles informations et font preuve pour cela d'une parfaite maîtrise des probabilités. Deuxièmement, compte tenu de leurs croyances, ils opèrent des choix cohérents avec la maximisation de leur niveau de satisfaction (c.-à-d. avec la théorie de l'utilité¹ espérée). Concrètement, cela implique pour l'investisseur de chercher à maximiser sa richesse tout en limitant son risque.

De nombreuses études ont toutefois mis en évidence des résultats non conformes à ce que prédit cette théorie financière classique et nous sommes aujourd'hui forcés de constater que les investisseurs font des erreurs. Autrement dit, les «*homo sapiens*» que nous sommes ne ressemblent pas à cet «*homo economicus*» décrit par Thaler et Sunstein (2009) comme «un agent très intelligent, capable de produire des prévisions à très long terme, de calculer des niveaux de satisfaction grâce à des fonctions mathématiques et d'effectuer des choix rationnels sans être influencé par ses émotions». Nous devons admettre que nous nous trompons souvent et, le pire, c'est que nous reproduisons nos erreurs dans le temps. C'est notamment ce caractère systématique dans les comportements, souligné par Tversky et Kahneman (1974), qui permet de comprendre pourquoi l'investisseur a tendance à poser des choix non rationnels. L'influence de facteurs cognitifs et émotionnels dans la prise de décision est centrale pour la finance comportementale qui s'appuie alors sur la psychologie, voire l'anthropologie, pour mieux décrire et comprendre le comportement des investisseurs et des marchés.

¹ En économie, la notion d'utilité se réfère aux bénéfices (en termes de satisfaction et de bien-être) qu'un individu va retirer de la consommation ou de l'obtention d'un bien, d'un service ou d'un montant monétaire. Cette utilité peut être mesurée sur la base des choix individuels opérés entre différentes alternatives ou préférences (et qui incorporent le montant que l'individu est prêt à payer ou à recevoir en compensation).

1. Les raisons de la non rationalité (ou de la rationalité imparfaite)

S'il est vrai que l'être humain est capable de procéder à des analyses complexes et de prendre des décisions sur base des conclusions qu'il en tire, il est aussi confronté à de nombreuses contraintes qui l'amènent parfois à faire des raccourcis, à se baser sur son intuition. Par ailleurs, nous ne sommes pas des machines qui analysent et rendent un verdict selon un programme bien étudié. En effet, il nous arrive de prendre des décisions sous le coup de l'émotion ou sous l'influence de notre environnement, de notre entourage. A tout ceci s'ajoutent les écarts entre la réalité et notre perception de celle-ci, entre un événement passé et le souvenir qu'on en a.

Toutes ces limitations et imperfections aboutissent à des décisions erronées et seraient sans doute peu pertinentes pour la théorie financière si elles étaient purement aléatoires. En d'autres termes, si chacun d'entre nous traite une information de façon spécifique et que la décision individuelle qui en découle aboutit à tantôt surévaluer l'impact de l'information, tantôt le sous-évaluer, on peut considérer que les erreurs individuelles s'annuleront au niveau agrégé (en quelque sorte, les erreurs des uns compenseront les erreurs des autres). Par contre, si nos erreurs présentent un caractère systématique, si nous partageons une propension à faire une erreur dans un sens donné, le résultat des actions collectives s'écartera de ce qu'un modèle financier basé sur une rationalité parfaite des individus peut anticiper. Et c'est là que la finance comportementale amène une contribution à la finance en tant que discipline scientifique.

Pour bien comprendre le caractère systématique de ces biais, le mieux est sans doute de découvrir leurs origines et leurs causes. Dans cette section, nous distinguerons quatre grandes familles de facteurs pouvant affecter nos perceptions, nos souvenirs, nos décisions et donc nos comportements.

a. Le recours à des heuristiques

Dans un processus de prise de décision, nous avons tous nos contraintes et limitations, qu'il s'agisse du temps à consacrer à une tâche, des connaissances et de l'expérience sur lesquelles s'appuyer ou de notre capacité de calcul et d'analyse. Si notre cerveau est un formidable outil qui opère d'impressionnantes quantités de traitements simultanément, il a aussi ses contraintes. Sans entrer dans les détails de l'organisation et du fonctionnement de notre cerveau, on peut faire référence à l'image utilisée par Kahneman (2012) pour en avoir une compréhension élémentaire : le système rapide et le système lent. Confronté à une multitude de tâches à accomplir simultanément, notre cerveau traite de façon instantanée et automatique la plupart des opérations qu'il doit effectuer. Ce traitement sans effort, relevant presque du réflexe, Kahneman l'attribue au système rapide tandis que d'autres opérations plus complexes demandant un véritable effort de réflexion relève du système lent. Par exemple, lorsqu'on vous demande de calculer « 2×3 », vous pensez instantanément «6», sans faire d'effort et sans même que vous ayez décidé de répondre. Par contre, si on vous demande de calculer « 57×49 », votre système lent se met en route et il requiert plus d'énergie et d'attention. Il vous est d'ailleurs souvent impossible de traiter simultanément deux opérations nécessitant le système lent. Notons cependant que l'expérience ou l'habitude peut faire passer le traitement d'une tâche du système lent au système rapide. Si on demande à un jeune homme de calculer « 57×49 » pendant sa première leçon de conduite automobile, il est peu probable qu'il soit capable de vous répondre avant d'être arrêté par la signalisation. Si vous posez la même question à un chauffeur expérimenté, il arrivera à se concentrer sur ce calcul et vous donnera la réponse.

Ces petits exemples nous montrent bien qu'il est nécessaire d'utiliser des astuces, des raccourcis, des approximations de manière à ne pas saturer notre cerveau en permanence. Pour prendre la plupart de nos très nombreuses décisions quotidiennes, nous avons donc recours à des «heuristiques», qui sont des opérations mentales, rapides et intuitives nous menant souvent (mais pas toujours) à la bonne solution. Ceci explique que des jugements basés sur notre mémoire vont être affectés par quelques événements récents ou mis largement en évidence par les

... *Le recours à des heuristiques*

médias, que nous sommes généralement peu doués pour estimer des probabilités², que notre attention est parfois trop focalisée sur un détail plutôt que sur le problème dans son ensemble ou encore que nos décisions sont parfois affectées par des éléments contextuels pourtant non pertinents.

b. La sur-confiance et les mécanismes de maintien de l'estime de soi

De manière un peu surprenante, on peut dire que nous sommes conçus pour penser que nous sommes meilleurs que ce que nous sommes en réalité et cette caractéristique contribue sans doute à notre équilibre. Des études scientifiques ont montré par exemple que très peu de personnes se considèrent comme moins douées pour la conduite automobile que la moyenne alors que nombreux sont ceux qui estiment mieux conduire que la moyenne. Les psychologues ont également mis en évidence un phénomène qui consiste à surestimer notre propre contribution à des succès et à attribuer les échecs à un manque de chance ou à des circonstances externes indépendantes de notre volonté. Un autre phénomène confirmé par de nombreuses études est la tendance à surestimer la précision de nos prévisions. On observe donc que l'excès de confiance peut se manifester de diverses façons.

Dans la même veine, le biais de confirmation reflète notre tendance à privilégier les informations confirmant nos croyances ou hypothèses au détriment de celles les contredisant, ou encore à interpréter les informations ambiguës dans le sens d'une confirmation de nos croyances.

Enfin, un phénomène connu sous le nom de dissonance cognitive peut également être associé à ces mécanismes. Il s'agit d'une tension mentale ou d'un inconfort ressenti par une personne en présence de connaissances, opinions ou croyances qui sont contradictoires. L'individu va alors essayer d'adapter sa manière de penser et de raisonner de telle sorte que cette contradiction soit minimisée et acceptable. Par exemple, je pense avoir une bonne intuition en bourse mais je constate que les actions achetées ont chuté. Cela me met mal à l'aise et une manière de m'en sortir et d'éviter l'auto-déception va consister à penser que le marché n'a pas encore compris que cet investissement est prometteur et que le prix de l'action va forcément remonter.

c. Les émotions et la maîtrise de soi

De très nombreuses études ont montré le rôle important des émotions dans la prise de décision. C'est particulièrement vrai en marketing, une discipline dans laquelle il est crucial d'évaluer l'impact de nos émotions sur l'évaluation d'un produit ou sur la décision de consommation. Toutefois, il serait fou de croire que nos décisions financières sont à l'abri des émotions. En réalité, elles sont même probablement presque toutes affectées par notre humeur et nos sentiments car ces états affectifs contiennent des informations que nous utilisons pour tirer des conclusions à propos de notre environnement. Il est d'ailleurs démontré que la bonne humeur augmente l'optimisme et la prise de risque. Si vous combinez ceci à l'impact positif de l'ensoleillement sur l'humeur, on peut sans doute mieux comprendre que certaines études mettent en évidence une relation entre les effets saisonniers liés à l'ensoleillement et l'évolution des marchés boursiers.

Dans la mesure où l'épargne est un report de la consommation à une date ultérieure, la décision d'épargner nécessite une certaine maîtrise de soi et peut, elle aussi, être affectée par des émotions telles que l'humeur.

² Si on demande à un groupe de 20 personnes prises au hasard d'estimer la probabilité avec laquelle au moins deux membres du groupe partagent la même date d'anniversaire, leurs réponses vont souvent tourner autour de 5 ou 10 %. Même si vous demandez une réponse rapide à des universitaires qui ont suivi un cours de probabilités, rares seront ceux qui vous donneront une réponse supérieure à 15 %. Pourtant la réponse exacte à cette question est égale à 41 %. Sans doute peut-on trouver l'explication dans le fait que le raccourci mental utilisé substitue à la question initiale un calcul sur la probabilité qu'un autre membre du groupe ait son anniversaire le même jour que moi, ce qui est un problème très différent.

d. Les interactions sociales

Les individus ont tendance à se conformer aux jugements et aux comportements des autres. Même s'il peut être rationnel de vouloir apprendre en observant les autres, l'impact des relations et interactions sociales sur les décisions financières des individus peut générer une tendance au mimétisme («herding») qui les incite à adopter un comportement moutonnier ou conformiste. Par ailleurs, le développement des moyens de communication et des réseaux sociaux renforce ces phénomènes de contagion.

2. Biais comportementaux des investisseurs

Nous venons de voir pourquoi l'individu a tendance à poser des choix non rationnels. Cette propension est particulièrement présente chez l'investisseur étant donné que celui-ci sera confronté à des instruments financiers très souvent complexes par nature, que la plupart des décisions financières impliquent un arbitrage entre le présent (l'argent dont je dispose aujourd'hui) et le futur (l'argent dont je disposerai à une date ultérieure), et qu'en plus ces décisions financières nécessitent fréquemment de pouvoir évaluer le risque et l'incertitude inhérents à celles-ci. A cela, s'ajoute le fait que certaines décisions financières sont tellement peu fréquentes qu'elles ne permettent pas toujours à l'individu de tirer les leçons de ses erreurs passées (exemples : choix d'un emprunt hypothécaire ou d'un plan d'épargne-retraite).

Dans cette section, nous donnons un bref aperçu des principaux biais comportementaux observés chez les investisseurs. Ces biais, identifiés par des études empiriques et/ou expérimentales, sont généralement reconnus aujourd'hui et assez bien documentés dans la littérature scientifique. Ils sont qualifiés d'émotionnels quand les comportements sont guidés par les émotions ou l'humeur de l'individu. On parle plutôt de biais cognitifs lorsque les comportements découlent du processus de collecte et de traitement des informations. Nous nous focalisons sur les biais qui sont les plus susceptibles de conduire l'investisseur à une gestion sous-optimale de son portefeuille d'actifs³.

a. Le biais de représentativité

Ce biais pousse les individus à baser leur jugement sur des informations personnalisantes plutôt que statistiques. Ce raccourci mental, aussi appelé erreur de conjonction, peut générer chez l'individu le recours à une règle qualifiée de «loi des petits nombres» (Tversky et Kahneman, 1971) ou encore à une interprétation erronée de la chance (Tversky et Kahneman, 1974). Le biais de représentativité peut amener l'investisseur à percevoir sur les marchés des tendances en lieu et place de phénomènes parfaitement aléatoires. C'est également ce biais qui pousse l'investisseur à qualifier un titre de bon ou mauvais investissement en fonction de sa performance financière récente. La conséquence est que les investisseurs ont plutôt tendance à acheter les titres dont les prix augmentent.

b. Le biais de disponibilité

Ce biais traduit la tendance des individus à estimer la probabilité d'occurrence d'un événement en fonction de la facilité avec laquelle ils sont capables d'identifier des exemples de ce type d'événement. Il est donc hautement probable que les individus surestiment actuellement la probabilité de survenance d'un attentat terroriste alors qu'ils sous-estimeront peut-être la probabilité associée à un événement moins couvert médiatiquement. Dans le contexte financier actuel qui reste chahuté après la crise financière de 2008 et la crise de la dette souveraine de 2011, le biais de disponibilité peut amener l'investisseur à surestimer la probabilité d'une prochaine crise.

³ Pour une revue de littérature plus approfondie, nous renvoyons le lecteur vers Broihane (2015).

c. Le biais de familiarité Ce biais pousse les individus à investir dans les titres qui leur sont les plus familiers. Plusieurs études ont montré que face à des titres présentant les mêmes probabilités de succès, les investisseurs privilégient celui qu'ils connaissent le mieux. Cette préférence pour les titres familiers est multiforme dans le sens où elle peut donner naissance à un biais qualifié de local, régional ou national en fonction de l'appartenance géographique des titres privilégiés, ou encore à un biais «employeur» quand l'investisseur surpondère dans son portefeuille les titres de la société qui l'emploie. Quelle que soit la forme, ce biais implique une sous-diversification du portefeuille des investisseurs.

d. Le biais de disposition Initialement caractérisé par Shefrin et Statman (1984), ce biais fait référence à la propension des investisseurs à vendre les titres «gagnants» trop vite et à garder les titres «perdants» trop longtemps. En d'autres mots, ce biais pousse les investisseurs à réaliser leurs plus-values trop rapidement et à ne pas réaliser leurs moins-values. C'est l'un des biais comportementaux les plus étudiés dans la littérature⁴. Il a d'abord été mis en évidence à un niveau agrégé, i.e. sur un marché donné ou pour un groupe d'investisseurs, avant d'être confirmé au niveau individuel. L'exposition au biais de disposition est notamment fonction de la littératie financière⁵ et de l'expérience de l'investisseur.

Si l'existence de ce biais est établie et documentée, ses origines sont moins claires. Plusieurs causes sont ainsi mises en avant et discutées par les chercheurs :

- une croyance non fondée en un retour des prix à la moyenne : l'investisseur vendra alors un titre gagnant car il anticipe que son prix va diminuer tandis qu'il garde un titre perdant car il s'attend à ce que son prix reparte à la hausse;
- des préférences davantage en ligne avec la théorie des perspectives qui suggère que l'individu est averse au risque dans le domaine des gains et preneur de risque dans le domaine des pertes : l'investisseur vendra alors un titre gagnant pour sécuriser sa plus-value tandis qu'il prêt à garder un titre perdant en espérant une évolution favorable de son prix malgré l'incertitude;
- la recherche de fierté et l'aversion au regret : l'investisseur matérialise ses plus-values car elles lui procurent une certaine fierté tandis qu'il évitera de réaliser ses moins-values car cela lui ferait acter qu'il a pris de mauvaises décisions initialement;
- l'escalade d'engagement : l'investisseur éprouve des difficultés à clôturer une position à perte étant donné le temps et l'argent qu'il a investis dans l'achat initial du titre et préfère continuer à espérer une évolution favorable du prix.

Quelle(s) que soi(en)t la (les) cause(s), ce biais conduit les investisseurs à une gestion sous-optimale de leurs portefeuilles : ils vendent trop vite les titres sur lesquels ils gagnent de l'argent et ne coupent pas assez rapidement leurs pertes. De plus, ce biais comportemental peut créer des déséquilibres entre l'offre et la demande sur un marché et altérer en conséquence la formation des prix. Enfin, il peut mener à l'échange de volumes anormaux ou à une sous-réaction à l'arrivée d'une nouvelle information.

e. Le biais de sur-confiance Ce biais fait référence à l'excès de confiance évoqué dans la section précédente. Il est certainement le plus étudié en finance comportementale avec le biais de disposition et est très souvent avancé par les chercheurs pour expliquer les volumes d'échanges extrêmement élevés sur les marchés boursiers. Le besoin de liquidité,

⁴ Voici une liste non exhaustive de références établies : Odean (1998), Grinblatt et Keloharju (2001), Barber *et al.* (2007), Feng et Seasholes (2005), Dhar et Zhu (2006), Boolell-Gunesh *et al.* (2012).

⁵ Ce concept fait conjointement référence aux notions de sophistication financière et d'éducation financière.

... Le biais de sur-confiance

l'ajustement à une nouvelle information ou encore les raisons fiscales ne semblent pas justifier à eux-seuls les volumes échangés. C'est l'excès de confiance qui amènerait l'investisseur à traiter des volumes importants et trop fréquemment, au détriment de la performance totale de son portefeuille.

Ce biais de sur-confiance est souvent relié aux notions de biais d'optimisme, d'illusion de contrôle et d'illusion de connaissance. La tendance à s'attribuer les raisons du succès et à rejeter les causes de l'échec sur les autres ou la malchance peut conduire à un excès d'optimisme chez l'investisseur, entraînant une prise de risque accrue. De nos jours, le recours à internet, et en particulier aux plateformes de trading online, place les investisseurs en position de «do-it-yourselfers» dans un environnement souvent très riche en informations. L'abondance d'informations conjuguée à l'implication personnelle de l'investisseur (c'est lui qui clique sur le bouton «acheter» ou «vendre») sont alors susceptibles d'exacerber son biais de sur-confiance en lui donnant une illusion de connaissance et une illusion de contrôle sur la réalisation des événements (Barber et Odean, 2001; Volpe *et al.*, 2002).

Les biais qui viennent d'être présentés révèlent à quel point le comportement des investisseurs est influencé par un mélange complexe d'heuristiques et d'émotions. Par ailleurs, certains facteurs individuels et collectifs peuvent affecter la qualité des décisions financières et renforcer ou déforcer l'impact de certains biais. Il est ainsi établi que l'âge et le genre jouent un rôle, en particulier dans la perception des risques. Par exemple, les femmes ont une aversion au risque plus forte les menant à des décisions plus conservatrices (Jacobsen *et al.*, 2014). Certaines études s'intéressent même à l'impact de la religion ou de la culture. Enfin, comme évoqué plus tôt, les interactions sociales et l'environnement vont aussi influencer l'investisseur dans ses prises de décisions.

Il nous semble important de préciser que ces constats sont valables pour les investisseurs individuels mais aussi pour les professionnels qui ne sont pas exempts de biais. En outre, comme exposé par Broihanne (2015), les heuristiques comportementales ne sont pas le propre de l'homme adulte. Les résultats obtenus auprès d'enfants et de plusieurs espèces de primates non humains révèlent une grande proximité avec les biais comportementaux des humains d'âge adulte en situation de prises de décisions dans un contexte d'incertitude.

3. Enjeux : quelles perspectives ?

Aux sections précédentes, nous avons brièvement présenté les facteurs qui limitent la rationalité des individus et identifié plus particulièrement quelques-uns des nombreux biais qui affectent les décisions des investisseurs. La littérature en finance comportementale regorge aujourd'hui d'articles scientifiques démontrant l'existence de ces biais ainsi que leur caractère systématique et donc souvent prévisible. Par ailleurs, les crises financières récentes (éclatement de la bulle Internet en 2000, crise financière en 2008, crise de la dette souveraine en 2011) ont exacerbé l'intérêt porté à cette littérature. Personne ne peut donc plus ignorer ces phénomènes qui sont porteurs de nombreux challenges mais offrent aussi de nouvelles perspectives pour les chercheurs, pour les professionnels de la finance, ainsi que pour les régulateurs.

a) Les chercheurs

Comme le résume Shefrin (2009), la finance connaît de nos jours un changement de paradigme et l'approche comportementale amène une dimension plus réaliste à la finance, en proposant des alternatives aux hypothèses irréalistes de l'approche traditionnelle. Idéalement, les recherches devraient pouvoir exploiter et intégrer les points forts des deux courants : la rigueur de l'approche traditionnelle et le

... *Les chercheurs*

réalisme de l'approche comportementale. Ce changement de paradigme suscite de plus en plus d'intérêt pour les recherches multidisciplinaires alliant la finance à d'autres sciences sociales comme la psychologie, la sociologie ou l'anthropologie. C'est ainsi qu'on peut voir apparaître de nouvelles études sur le comportement de l'investisseur avec des focus plus spécifiques comme par exemple la littératie financière, le conseil (coaching) financier, la psychologie financière, les traits de personnalité de l'investisseur, la finance des ménages, la «neurofinance», etc. On voit en même temps se développer de nouveaux courants de recherche prometteurs qui proposent de nouveaux modèles. Parmi ceux-ci, on peut citer la théorie comportementale du portefeuille, le modèle comportemental d'évaluation des actifs ou encore l'hypothèse des marchés adaptatifs. Sans rentrer dans les détails, leur point commun est de mieux intégrer l'attitude différenciée des investisseurs face aux gains et aux pertes ainsi que les facteurs comportementaux qui affectent leurs décisions. C'est ainsi par exemple que la théorie comportementale du portefeuille va prendre en compte le fait que l'investisseur ne conçoit pas son portefeuille comme un tout. Il va plutôt se constituer un compte mental pour chaque actif, auquel il associera un niveau d'aspiration spécifique. Dans cette théorie, l'investisseur voit son portefeuille comme une pyramide d'actifs, dans laquelle on trouve à sa base les actifs sans risque et les actifs les plus risqués au sommet. Cela traduit le fait qu'il cherchera d'abord à satisfaire sa sécurité financière avant d'envisager une prise de risque. Selon cette vision, les produits à capital garanti ou les obligations sont adaptés aux investisseurs dont les niveaux d'aspiration sont bas tandis que les actions et les produits dérivés seront appropriés pour les investisseurs présentant des niveaux d'aspiration élevés. Le défi de ces nouveaux modèles est de permettre une meilleure compréhension de la réalité et d'améliorer les prédictions relatives au comportement des individus. Au final, cela permettra d'aboutir à de meilleures recommandations à destination des professionnels de la finance, des régulateurs, ou encore des investisseurs individuels eux-mêmes.

b) Les professionnels de la finance

En tant que fournisseur de services et de conseils financiers, l'institution financière doit utiliser ces connaissances pour guider ses clients à prendre les bonnes décisions, c.-à-d. celles qui serviront leurs propres intérêts. Elle a par conséquent intérêt à se baser sur une connaissance aussi précise que possible des points faibles des investisseurs, qu'ils soient liés à des éléments cognitifs ou à des éléments émotionnels. Le conseiller financier devrait pouvoir repérer les évaluations erronées de son client, les informations pertinentes qu'il a tendance à ignorer, ou parfois même sa difficulté à vivre avec des décisions antérieures. La responsabilité du conseiller est donc de fournir en temps opportun à son client les alertes nécessaires à propos des pièges liés à son intuition, à ces biais divers pour éviter, par exemple, la sous-diversification du portefeuille, la trop longue conservation d'actifs financiers, une activité excessive en termes de transactions boursières ou encore une mauvaise évaluation des risques liés à un placement financier.

Bien sûr, le secteur financier peut être confronté à des conflits d'intérêt car l'objectif du client n'est pas toujours aligné avec celui de l'institution financière. Quand un investisseur enregistre une performance trop faible sur son portefeuille parce qu'il a fait trop de transactions boursières, la banque est peut-être ravie d'avoir encaissé les commissions sur ces mêmes transactions. Il est évident que, pour les organismes chargés de la réglementation du secteur financier, ces biais ou erreurs systématiques méritent aussi une attention particulière et représentent de vrais défis en vue de la protection des investisseurs (et consommateurs de services financiers au sens large) contre, d'une part, leurs propres faiblesses, et, d'autre part, des pratiques commerciales peu scrupuleuses. Ceci est d'autant plus vrai que les services vendus sont parfois très complexes et que le consommateur ne bénéficie pas toujours d'effets liés à l'expérience puisqu'on ne contracte que très rarement un

... Les professionnels de la finance

emprunt hypothécaire ou une assurance-retraite. Par exemple, des contrats d'assurances couvrant des sinistres dont la probabilité de survenance ou la valeur des dommages est faible pourraient être vendus à des prix peu équitables parce que les assurés ont des difficultés à évaluer les risques couverts. Nous avons déjà évoqué notre aptitude limitée à estimer des probabilités ou notre tendance à surestimer le risque d'un sinistre largement couvert médiatiquement. Il est dès lors très aisé pour une compagnie de profiter de certains événements pour exploiter ce biais.

c. Les régulateurs

Le défi est triple pour les régulateurs. Premièrement, il s'agit d'identifier les éléments sur lesquels une intervention est nécessaire ou, en d'autres termes, les éléments qui peuvent être les plus préjudiciables pour les investisseurs ou consommateurs. Deuxièmement, la cible de cette intervention doit être définie : l'ensemble des consommateurs d'un service ou un sous-ensemble d'individus plus vulnérables. Troisièmement, la forme de l'intervention doit être décidée : une réglementation supplémentaire ou une information du consommateur avant toute décision. Aucun de ces éléments n'est simple car une bonne décision pour un investisseur donné peut s'avérer désastreuse pour un autre. C'est pourquoi il est parfois délicat d'éliminer certaines options pour protéger certaines personnes car cette mesure peut s'avérer néfaste pour d'autres. Au Royaume-Uni, par exemple, il est assez fréquent que les institutions financières proposent des taux de crédit très réduits sur les cartes de crédit pendant une période initiale. Une fois cette période terminée, les taux reviennent à un niveau plus élevé. Il semble clair que les institutions comptent sur le fait que le détenteur d'une carte profitera du crédit bon marché pendant cette période initiale mais prolongera ses habitudes de consommation au-delà de celle-ci. Une intervention du régulateur pour encadrer cette pratique semble pertinente mais, si elle est trop restrictive, elle empêchera aussi le consommateur plus «rationnel» de profiter de cette période initiale avant d'ajuster son comportement.

La présence de biais dans nos décisions constitue sans aucun doute un défi supplémentaire pour le régulateur mais ils peuvent également être vus comme des outils à disposition de celui-ci ou des pouvoirs publics pour encourager des choix souhaitables. On parle alors de «nudge», terme difficile à traduire mais faisant référence à une solution encourageant un certain comportement. Ce concept est très bien décrit par Thaler et Sunstein (2009) qui en donnent un exemple cocasse : l'image d'une mouche gravée dans des urinoirs qui, en encourageant les hommes à mieux viser, s'est traduite par une forte amélioration de la propreté des toilettes. Un «nudge» peut par exemple prendre la forme d'une option par défaut, d'un mécanisme de feedback ou d'un format spécifique imposé pour les informations fournies. Il a pour objectif de peser sur nos décisions tout en nous laissant libres de choisir. Prenons un autre exemple de «nudge» lié à une décision financière dans le cadre du système d'épargne-retraite par capitalisation «Plan 401(k)» très largement utilisé aux États-Unis. Un tel plan permet d'épargner pour sa retraite en défiscalisant l'argent investi et les revenus du capital jusqu'à leur retrait. L'épargnant n'est pas obligé de participer à un tel plan et peut choisir parmi plusieurs institutions financières et parmi un éventail de stratégies d'investissements. Des études ont montré que, lorsque l'éventail des possibilités était trop large, le taux de participation était fortement réduit en raison du nombre de possibilités à évaluer et du caractère technique de cette comparaison. Pourtant, ce plan pouvait rapporter aux épargnants des sommes allant jusqu'à 5000 dollars par an ! Pour aider les employés à faire le bon choix, on a simplement ajouté un choix par défaut qui a permis d'accroître de façon très significative le taux de participation (Madrian et Shea, 2001).

4. Conclusion

La finance comportementale est un domaine de recherche interdisciplinaire, qui vise à mieux intégrer des concepts et résultats issus de la psychologie, voire de la sociologie ou l'anthropologie. Elle a mis au jour l'existence de nombreux biais comportementaux qui suivent souvent les mêmes schémas chez les décideurs ou les investisseurs. Ils présentent dès lors des caractéristiques systématiques que la recherche en finance se doit d'essayer de prendre en compte. En somme, il s'agit de passer de «l'homo economicus» à «l'homo sapiens» que nous sommes en réalité, avec ses biais.

Les contributions de la finance comportementale sont porteuses d'enjeux et de perspectives. Elles ne se limitent pas au monde académique; elles doivent aussi permettre aux régulateurs et aux conseillers financiers de mieux servir les intérêts des investisseurs. Il s'agit en fait de mieux comprendre leurs points faibles afin de leur éviter les pièges que peuvent représenter leurs intuitions, leurs heuristiques, leurs émotions ou leurs excès de confiance.

Catherine D'Hondt est professeur à la Louvain School of Management (UCL) et membre de l'institut de recherche IMMAQ.

Rudy De Winne est professeur à la Louvain School of Management (UCL) et membre de l'institut de recherche IMMAQ.

Catherine D'Hondt et Rudy De Winne
catherine.dhondt@uclouvain.be
rudy.dewinne@uclouvain.be

Références

- Barber B. M. et T. Odean, 2001, "The Internet and the Investor", *Journal of Economic Perspectives*, 15 (1), pp. 41-54.
- Barber B. M., Y.-T. Lee, Y.-J. Liu, et T. Odean, 2007, "Is the aggregate investor reluctant to realise losses? Evidence from Taiwan", *European Financial Management*, 13 (3), pp. 423-447.
- Boolell-Gunesh S., M. Broihanne, et M. Merli, 2012, "Sophistication of individual investors and disposition effect dynamics", *Finance*, 33 (1), pp. 9-37.
- Broihanne M-H., 2015, "Le comportement des investisseurs individuels : état des lieux et enseignements", *Revue du Conseil Scientifique de l'AMF*, numéro 2.
- Dhar R. et N. Zhu, 2006, "Up close and personal: An individual level analysis of the disposition effect", *Management Science*, 52 (5), pp. 726-740.
- Feng L. et M. S. Seasholes, 2005, "Do investor sophistication and trading experience eliminate behavioral biases in financial markets?", *Review of Finance*, 9 (3), pp. 305-351.
- Grinblatt M. et M. Keloharju, 2001, "What makes investors trade?", *Journal of Finance*, 56 (2), pp. 589-616.
- Jacobsen B., Lee J.B., Marquering W., et C.Y. Zhang, 2014, "Gender differences in optimism and asset allocation", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 107 (B), pp. 630-651.
- Kahneman D., 2012, "Thinking, Fast and Slow", *Macmillan*.

... Références

- Kahneman D. et A. Tversky, 1979, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47 (2), pp. 263-291.
- Madrian B. C. et D. F. Shea, 2001, "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 116(4), pp. 1149-87.
- Odean T., 1998, "Are investors reluctant to realize their losses?", *Journal of Finance*, 53 (5), pp. 1775-1798.
- Shefrin H. et M. Statman, 1984, "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence", *Journal of Finance*, 40 (3), pp. 77-790.
- Shefrin H., 2009, "Behavioralizing Finance", *Foundations and Trends in Finance*, 4 (1-2), pp. 1-184.
- Thaler A. et C. Sunstein, 2009, "Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness", *Penguin Books*.
- Tversky A. et D. Kahneman, 1971, "The belief in the Law of Small Number", *Psychological Bulletin*, 76, pp. 105-110.
- Tversky A. et D. Kahneman, 1974, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science*, 185, pp. 1124-1131.
- Volpe R. P., J. E. Kotel, et H. Chen, 2002, "A survey of investment literacy among online investors", *Financial Counseling and Planning*, 13 (1), pp. 1-13.

Directeur de la publication :
Vincent Bodart

Rédactrice en chef :
Muriel Dejemeppe

Comité de rédaction : Paul Belleflamme,
Vincent Bodart, Muriel Dejemeppe, Frédéric
Docquier, Jean Hindriks, Marthe Nyssens,
William Parienté, Mikael Petitjean

Secrétariat & logistique : Anne Davister
Graphiste : Dominos

Regards Économiques IRES-UCL

Place Montesquieu, 3
B1348 Louvain-la-Neuve

www.regards-economiques.be

regard-ires@uclouvain.be

tél. 010/47 34 26

ISSN 2033-3013