

# 14 La Finance comportementale ou la psychologie de l'investisseur

Investir ne relève pas d'une décision purement rationnelle, basée sur la seule analyse des 'fondamentaux' que sont les taux, les bénéfices ou l'évolution du marché. Les analystes sont d'ailleurs de plus en plus nombreux à admettre l'influence de facteurs irrationnels, comme l'excès de confiance, le mimétisme, les erreurs de perception, ... sur la formation des cours de bourse. Autant 'd'irrationalités' qu'étudie la Finance comportementale.

**PHILIPPE DE BROUWER**  
*Fortis Investment Management*

**E**N avril 1997, le Financial Times organisait un concours. Il s'agissait d'un simple jeu de chiffres<sup>1</sup>. Les lecteurs devaient choisir un chiffre compris entre 0 et 100. Le gagnant était celui dont le chiffre se rapprochait le plus d'un chiffre égal à deux tiers de la moyenne des chiffres choisis. Un exemple: supposons que cinq participants choisissent respectivement les chiffres 10, 20, 30, 40 et 50. La moyenne est 30. Deux tiers de 30 égale 20. Le participant

**ERREUR RATIONNELLE.** Ce petit jeu illustre assez bien la réalité du marché, estiment les défenseurs de la théorie comportementale. Comme tous les investisseurs n'ont pas la même logique, les cours de bourse sont, en pratique, différents de ceux que produirait, en théorie, un processus décisionnel 'exact'. Que vous soyez investisseur ou analyste, voilà une réalité dont il vaut mieux tenir compte. Du moins si vous n'êtes pas friand de mauvaises surprises. Comme Long Term Capital Management, par exemple. Tout le monde se souviendra du fameux bouillon -3 milliards de dollars de perte - que LTCM a bu en 1998. Et du fait que ce fonds spéculatif, monté par quelques personnalités en vue

veau 'normal'. Logique, mais le marché en décida autrement. L'écart ne cessa de s'accroître, obligeant LTCM à clôturer sa position avec la perte qu'on connaît. En fait, LTCM a commis la même erreur de jugement que les lecteurs qui ont répondu '1' à la question du Financial Times. Le fonds a tablé sur le comportement de décideurs rationnels qui composent un portefeuille de manière logique. Un comportement qui a d'ailleurs fait long feu dans le monde de la finance<sup>2</sup>. Ce qui n'a rien d'étonnant, vu qu'il s'agit d'une approche cohérente, simple et 'opérationnelle'. Il suffit de penser à la Théorie Moderne du Portefeuille de Markovitz, qui remonte à 1952 et qui est toujours d'actualité dans la théorie et dans la pratique financière. Cette Théorie permet de constituer un portefeuille optimal, où rendement et risque (volatilité) escomptés sont en parfait équilibre. Au fil des ans, le modèle a été peaufiné et a incorporé d'autres notions, comme la fonction d'utilité. Celle-ci permet de quantifier dans quelle mesure un investissement est préférable à un autre dans le chef de l'investisseur. Le choix d'un investissement assorti d'un bénéfice attendu donné ou d'une perte potentielle dépend en effet aussi de la valeur que l'investisseur accorde à ce bénéfice/cette perte. Ainsi, moins vous possédez d'euros, plus la valeur (l'utilité) que vous accorderez à un gain ou à une perte d'euros sera grande. Et inversement, bien sûr.

**ILLUSIONS.** Les modèles qui utilisent la fonction d'utilité tiennent donc compte du profil de l'investisseur ou plus précisément - dans l'approche classique - de son patrimoine. Mais pas de son profil psychologique, vu qu'implicitement, on part du principe que l'investisseur agit toujours de manière rationnelle et cohérente<sup>3</sup>. Or, la question est de savoir si ceci est bien

## L'ETRE HUMAIN EST ENCLIN A INTERPRETER LES SERIES COMME DES TENDANCES ET A IMAGINER UN LIEN CAUSAL ENTRE DES EVENEMENTS SUCCESSIFS

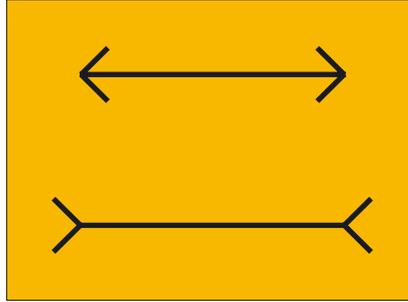
qui a choisi le chiffre 20 a donc gagné. Si vous raisonnez logiquement, vous partirez du principe que la moyenne de cent chiffres choisis au hasard entre 0 et 100, est 50. Et que deux tiers de 50, c'est 33. Mais est-ce cela que vous allez répondre? Non, parce que vous vous direz que les autres participants auront fait le même calcul, avec le même résultat. Donc, vous choisirez 22, c.-à-d. deux tiers de 33. Mais les autres feront la même déduction... ce qui nous amène à 15. Et ainsi de suite, jusqu'à ce que vous arriviez à 1 comme 'meilleur choix'. Du moins dans l'hypothèse où tout le monde raisonne de la même manière. Ce qui ne semble pas être le cas dans un groupe moyen (même s'il s'agit de lecteurs du Financial Times): le chiffre gagnant s'avéra en effet être le 13!

du monde des investissements (dont John Meriwether, de Salomon Brothers, et Scholes et Merton, lauréats du prix Nobel), ne doit sa survie qu'à une vaste opération de sauvetage montée par quatorze grandes banques et sociétés de bourse. Comment expliquer la débâcle d'un fonds qui, entre 1994 et 1997, avait engrangé des bénéfices pour le moins spectaculaires? LTCM avait investi des capitaux considérables dans deux sociétés cotées en bourse, Shell Transport and Trading et Royal Dutch Petroleum (formant le groupe Royal Dutch/Shell), la première étant traditionnellement cotée avec une décote de 18% par rapport à la seconde. En 1998, l'écart se creusant, LTCM acheta du Shell Transport et vendit du Royal Dutch, pensant réaliser un bénéfice lorsque la décote reviendrait à un ni-

le cas ou, en d'autres mots, si les techniques de modélisation classiques sont adaptées au fonctionnement de l'esprit humain. Observez la figure ci-contre. La ligne du bas semble plus longue que celle du haut. Pourtant ce n'est pas le cas. Ce n'est qu'une illusion: en fait, les deux lignes ont la même longueur. A l'instar de notre perception visuelle, nos choix et nos décisions (y compris lorsqu'ils concernent des placements) peuvent être faussés par des erreurs cognitives. La littérature spécialisée parle de biais ou d'anomalies de raisonnement ou de comportement, et distingue plusieurs sources. *L'excès de confiance* en est une. Demandez par exemple à quelques-uns de vos amis ou collègues s'ils appartiennent aux 50% de bons ou aux 50% de mauvais conducteurs. Vous constaterez que plus de 98% d'entre eux estiment faire partie de la première catégorie. Alors que l'on pourrait s'attendre à ce que dans un groupe composé d'individus rationnels avec une juste autoperception, la moitié d'entre eux se considèrent comme de moins bons conducteurs.

Cette anomalie de raisonnement est inhérente à la culture et à l'histoire humaine. L'excès de confiance et d'optimisme est en effet à l'origine des guerres, mais aussi des découvertes scientifiques et de l'activité économique. Le problème est que lorsqu'il s'agit d'investissements, cet excès débouche trop souvent sur de mauvaises décisions.

Autre exemple d'anomalie de raisonnement: l'*heuristique bornée*, qui consiste à prendre des décisions un peu à la légère, en prenant en considération un nombre insuffisant de critères. Il s'agit une fois de plus d'un travers propre à la nature humaine. Il est en effet difficile d'analyser un problème quand il faut tenir compte de mille et une données. Par ailleurs, une vision en tunnel peut mener à des points de vue et des décisions irrationnelles. En voici un



exemple. Supposons que A et B possèdent une action X qui vaut 120 euros. A l'a achetée 100 euros et B l'a payée 50 euros. Le cours s'effondre soudain à 60 francs. Qui, à votre avis, aura le plus mal au ventre? Beaucoup répondent A, qui doit encaisser une perte importante, alors que B ne doit finalement que digérer un moindre gain. Mais si vous élargissez le cadre de la réflexion au delà de la seule variable 'bénéfice/perte par rapport au prix d'achat', vous constaterez que tant B que A voient leur avoir total diminuer de moitié. D'un point de vue rationnel, nos deux investisseurs peuvent donc verser la même quantité de larmes...

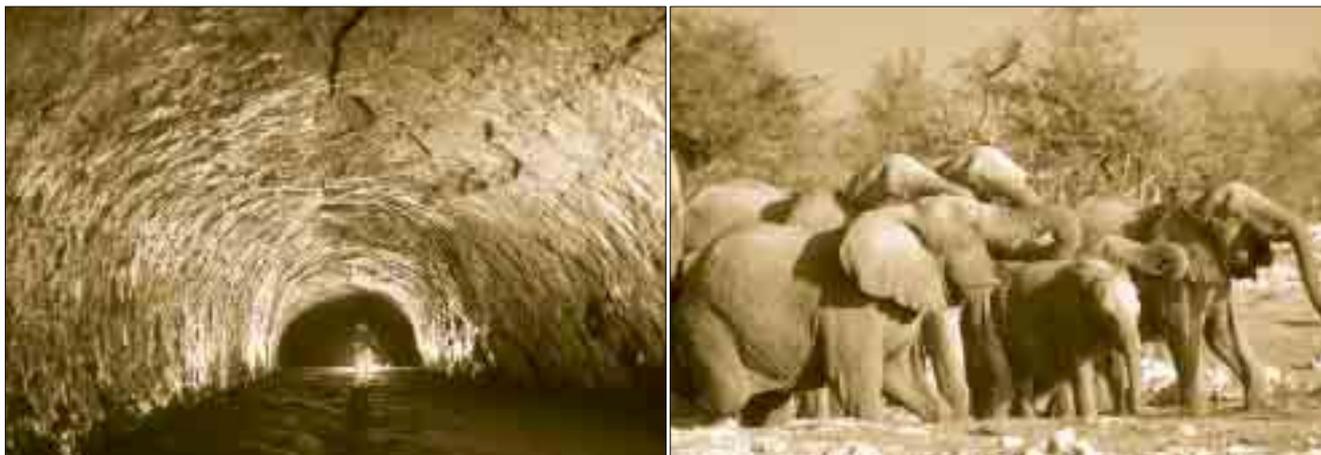
#### FOURCHETTE ET CUILLERE.

En règle générale, les investisseurs éprouvent une véritable aversion pour la perte, et lorsque leurs décisions ne donnent pas le résultat escompté, ils regrettent plus souvent ce qu'ils ont fait que ce qu'ils n'ont pas fait. Supposons par exemple que vous possédez des actions de la société A. L'an dernier, vous avez envisagé de les vendre pour investir dans la société B, mais, finalement, vous n'en avez rien fait. Or, il s'avère aujourd'hui que vous auriez pu gagner 30.000 euros. Cela fait mal, bien sûr. Mais comparons maintenant cette douleur à celle que vous éprouveriez si vous aviez été porteur d'actions B et que vous les aviez vendues pour acheter des actions A... Chez

la plupart des investisseurs, la douleur est plus intense dans la deuxième situation, où ils ont pris une décision et entrepris une action, que dans la première, où ils se sont abstenus: le '*regret of commission*' est plus grand que le '*regret of omission*'.

Un troisième biais de raisonnement très fréquent chez les investisseurs concerne les *séries*. Beaucoup d'entre nous pensent que lorsqu'on joue à pile ou face, FFFPPP est moins probable que FPPFPF, alors que la probabilité est identique pour les deux séries. Tout comme, après la série FFFPPP, on a autant de chances de tomber sur pile que sur face. Le problème est que l'être humain est enclin à interpréter les séries comme des tendances, et à imaginer un lien causal entre des événements successifs. L'action A est à la hausse depuis trois mois, donc elle le sera encore le mois prochain. A conserver ou à acheter, donc. Et si beaucoup d'investisseurs tiennent le même raisonnement, A progressera encore le mois prochain et la 'tendance' sera confirmée. En fait, nous touchons ici à une autre anomalie de comportement, à savoir l'*instinct de troupeau*. L'individu a tendance à adapter son comportement à celui des autres individus. Ce qui n'est pas sans conséquences, comme le démontre l'exemple suivant<sup>4</sup>. Deux restaurants contigus, 'La Fourchette' et 'La Cuillère' ont le même style, pratiquent des prix identiques et offrent une qualité comparable. A 18h30, un client affamé pousse la porte de 'La Fourchette'. Cinq minutes plus tard, un passant en quête d'une table accueillante jette un coup d'œil par la fenêtre des deux restaurants, constate qu'il y a déjà un client à 'La Fourchette' et décide, pour ne pas se retrouver seul, d'y dîner aussi. Un troisième quidam fait de même à 19h. 'Il y a déjà deux clients dans ce restaurant' se dit-il 'donc il doit être meilleur'. Résultat, à la fin de la soirée, 'La Fourchette' est pleine à craquer, 'La Cuillère' est désespérément vide.





Vision en tunnel et instinct de troupeau: deux biais de comportement de l'investisseur parmi d'autres

**SOUS-REACTION ET SUR-REACTION.** En fait, ceux qui ont faim d'investissements réagissent souvent de la même manière que les affamés de notre exemple. Tant que personne d'autre ne semble vouloir d'une action, ils n'en veulent pas non plus. Mais si d'autres l'achètent et, surtout, si tout le monde en parle, alors on assiste à une véritable ruée. Et c'est ainsi que s'amorcent des mouvements qui n'ont rien à voir ni avec les données fondamentales de l'entreprise, du secteur ou du marché, ni avec l'évolution des taux. Pire, si les données fondamentales se dégradent, les investisseurs auront tendance à minimiser cette information, à 'sous-réagir'<sup>5</sup>. Ils refuseront de remettre leur choix en question, préférant jouer l'autruche. Souvent, ils ne verront même pas les signaux de danger – les supporteurs ne voient-ils pas mieux les fautes commises *contre* leur équipe que celle commises *par* leur équipe? Jusqu'au jour où la bulle devient tellement grosse, qu'elle éclate: quelques 'donneurs de ton' vendent l'action, l'euphorie retombe, la tendance s'inverse (*mean reverting*) et, cette fois, les investisseurs 'sur-réagissent' aux mauvaises nouvelles.

Bref, dans le monde des investisseurs, les choses ne se passent pas vraiment comme les modèles classiques voudraient nous le faire croire. Les investisseurs ne sont pas (toujours) rationnels et les marchés ne sont pas efficaces (en ce sens que les cours ne reflètent pas toujours exactement les informations disponibles). Est-ce à dire qu'il ne faut plus investir en bourse ou qu'il faut jouer à pile ou face? Non, mais l'investisseur doit prendre conscience des anomalies de raisonnement qui peuvent lui jouer des tours et, surtout, en tenir compte. C'est précisément ce que fait la *Behavioral Finance* ou Finance comportementale. Elle essaie d'expliquer et de prévoir le comportement d'investisseurs et d'analystes qui se laissent parfois influencer par des facteurs qui ne sont pas aussi rationnels que le risque et le rendement, et qui composent des portefeuilles en conséquence. Et c'est

ainsi qu'à la Théorie Moderne du Portefeuille de Markovitz, qui nous décrit un portefeuille optimal dans un monde rationnel, s'oppose la Théorie Comportementale du Portefeuille, qui nous explique à quoi ressemble un portefeuille dans le monde réel.

**CEINTURE DE SECURITE.** Les observations de l'analyse financière comportementale<sup>6</sup> sont utiles aux investisseurs tant professionnels (analystes et gestionnaires de fonds) que particuliers. Ainsi, au moment de prendre une décision, un gestionnaire de fonds 'intelligent' prendra en considération certains phénomènes irrationnels propres au marché (comme l'heuristique bornée ou le *mean reverting*). Mais il ne faut pas croire que gérer un portefeuille sur la base des biais de raisonnement ou de comportement est une chose aisée. Certains professionnels de l'investissement, qui n'avaient pas hésité à lancer un 'Behavioral Finance Fund', ont appris à leurs dépens qu'une tendance peut s'inverser très vite, une fois qu'on commence à la contrer. La Finance comportementale n'est donc pas la solution miracle qui vous permettra de battre systématiquement tous les indices boursiers et de vous enrichir très vite. Par ailleurs, elle vous permet de mieux cerner vos propres insuffisances, et de déceler (en vous) certaines tendances néfastes. Bref, la Finance comportementale est une bonne ceinture de sécurité dans la course à l'investissement. Que vous soyez 'pro' ou amateur, vous avez tout à gagner à connaître les facettes non rationnelles du comportement des investisseurs. Vous pourrez ainsi élargir votre champ de vision et ne plus considérer seulement des variables telles que le rapport 'bénéfice ou perte/prix d'achat' ou le rendement annualisé, mais bien l'ensemble: la valeur d'un portefeuille en termes réels (c.-à-d. en tenant aussi compte de l'inflation, chose peu courante dans la pratique). Vous réaliserez aussi qu'un portefeuille se compose de plusieurs compartiments, chacun d'eux ayant un ob-

jectif et un profil de risque différents. En effet, vous ne traitez pas de la même façon 'la poire pour la soif' que vous réservez à un usage lointain, et la prime de 5.000 euros dont votre employeur vous gratifie à l'improviste. Parler 'du' profil de risque d'un investisseur est donc un peu réducteur, et reflète mal les réalités du marché. La Finance comportementale l'a bien compris, elle qui étudie les comportements d'investisseurs 'sous influence' dans l'espoir d'en tirer le meilleur parti possible, c.-à-d. pour une meilleure appréciation des risques et des opportunités. ■

1. L'exemple est tiré d'un ouvrage récent consacré à la Finance comportementale: '*Beyond Greed and Fear: understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*' de Hersh Shefrin (Harvard Business School Press 2000). Un must pour tous ceux qui veulent en savoir plus sur le sujet.

2. A noter toutefois qu'un des fondateurs de l'économie moderne, Keynes, était sensible à l'aspect irrationnel. Pour nous aider à comprendre la logique des marchés financiers, dans sa 'Théorie générale', Keynes donne en effet un exemple où, comme dans le jeu du Financial Times, le choix de chacun dépendra de ce qu'il pense que les autres choisiront (ou pensent que les autres choisiront, ou pensent que pensent, etc.).

3. Von Neumann et Morgenstern ont démontré que quelqu'un qui utilise les fonctions d'utilité pour modéliser des décisions part implicitement du principe que l'investisseur satisfait en fait à six axiomes.

4. L'exemple vient du Belge Werner De Bondt, un véritable pionnier dans le domaine de la Finance comportementale.

5. En l'occurrence, nous pouvons parler de 'dissonance cognitive', un concept proposé en 1957 sous forme de théorie par le sociopsychologue américain Leon Festinger.

6. Outre dans l'ouvrage mentionné sous (1), vous trouverez également une introduction très complète à la Finance comportementale dans '*The psychology of finance*' de Lars Tvede (John Wiley 1999). Plus abordable: '*Irrational Exuberance*' de Robert Shiller (Princeton University Press 2000, commenté par Guy Verfaillie dans Vecteur n° 10) et '*Why smart people make big money mistakes and how to correct them*' de Gary Belsky et Thomas Gilovich (Simon & Schuster 2000).