

LA FINANCE COMPORTEMENTALE EST-ELLE APPLICABLE ?

Durant plusieurs décennies, l'introduction des outils mathématiques a conduit à valoriser le seul *homo œconomicus*, l'homme rationnel. Mais la crise financière remet au goût du jour la finance comportementale, désormais passée du stade de la recherche universitaire à celui d'adaptations concrètes.

La finance comportementale est aujourd'hui un sujet à la mode. Pourtant, l'intégration des sciences humaines (psychologie, sociologie, etc.) dans le monde de la finance est ancienne puisque la psychologie des foules et ses relations avec l'économie et la finance ont été étudiées dès le XIX^e siècle¹.

C'est avec l'introduction des outils mathématiques dans l'économie et la finance qu'ont été laissés de côté les comportements humains et que seul l'homme rationnel (*homo œconomicus*) a été retenu comme modèle dans la théorie de la décision, permettant ainsi l'axiomatisation des choix.

En matière financière, l'investisseur rationnel conduit naturellement à l'efficience des marchés. C'est dans le cadre de recherches tendant à montrer que les comportements individuels n'étaient pas toujours rationnels, et que les marchés pouvaient être inefficients, qu'ont été réalisées les premières mises en évidence de la finance comportementale. Maurice Allais² et Daniel Ell-

sberg³ ont, les premiers, montré que certains axiomes de la théorie des choix rationnels n'étaient pas respectés. De leur côté, Daniel Kahneman et Amos Tversky décrivent trois heuristiques utilisées lors de choix en univers incertain (les biais de représentativité, de disponibilité et d'ancrage⁴). En 1979, ils parlent d'une alternative au modèle classique d'utilité espérée, *the prospect theory*⁵.

Les différentes recherches ont mis en évidence l'utilisation par les individus de raccourcis mentaux (heuristiques) et le fait que les investisseurs sont confrontés à des biais systématiques (cf. l'article de M. Mangot p. 22) de comportements face au choix auxquels ils sont soumis. Ainsi, l'*homo œconomicus* devient de plus en plus émotionnel (*From Homo Economicus to Homo Sapiens*, Richard Thaler⁶). Pour l'essentiel, ces études ont été descriptives. Les progrès des neurosciences, grâce à l'imagerie médicale (cf. l'article de Christian Schmidt, « Vers une neurofinance », dans *Analyse*

financière, n° 41, p. 68), ont permis de comprendre les processus cérébraux de ces biais et de savoir comment et pourquoi les investisseurs décident d'investir ou non. On se trouve toutefois confronté à la mise en œuvre opérationnelle des résultats des recherches en finance comportementale.

Deux approches apparaissent : la finance comportementale au niveau individuel, microéconomique, et la finance comportementale au niveau collectif, macroéconomique.

LE NIVEAU INDIVIDUEL OU MICROÉCONOMIQUE

L'utilisation de la psychologie individuelle dans les recherches en finance comportementale conduit tout naturellement à de nombreuses utilisations pratiques. La détermination des biais et les moyens de lutter contre ou, tout au moins, de les accompagner par des stratégies adaptées, sont aujourd'hui fréquemment utilisés.

Au niveau des investisseurs, connaître leurs erreurs systé-



PHILIPPE SARICA, PRÉSIDENT DE DÔM FINANCE,

a effectué sa carrière dans la finance et dans l'assurance. Dans le cadre de ses fonctions de financier dans l'assurance, puis comme multigérant, il a pratiqué la sélection d'OPCVM pendant plus de vingt-cinq ans. Ingénieur de l'École navale, il est membre qualifié de l'Institut des actuaires français, membre de la SFAF, où il enseigne la finance comportementale et la sélection de gérants dans le cadre du CIWM. Doctorant à Paris-I, il travaille sous la direction du professeur Christian de Boissieu, à une thèse sur la « sélection de gérants, l'apport de la neurofinance ».

BEHAVIORAL FINANCE IS FASHIONABLE NOWADAYS

The concept that used to be a field of scholar research is now becoming increasingly popular. But is it concretely applicable? At individual level the heuristics and biases are measurable and it is possible to debias them; it is also possible to use prospect theory for dynamic asset allocation; it is more difficult to find great originality in the management of behavioral finance funds. At the macro level some interesting works have been made using lexicographic software analyzing masses of data to construct emotional indices.

Philippe Sarica
www.revueanalysefinanciere.com

Michael Pompian, dans son livre *Behavioral Finance and Wealth management, présente les biais un par un, avec leur description, leur application pratique et un questionnaire de diagnostic.*

matiques, en répondant, par exemple, à un questionnaire adapté, permet d'essayer de les éviter. Docteur en médecine et psychiatre, Richard Peterson⁷ a publié, avec Frank Murtha, un ouvrage fournissant de nombreux éléments concrets, dont une liste de dix pièges qui menacent l'investisseur, avec un questionnaire pour les détecter⁸. Michael Pompian, dans son livre *Behavioral Finance and Wealth management*, présente les biais un par un, avec leur description, leur application pratique et un questionnaire de diagnostic⁹.

Au niveau des *traders*, les travaux réalisés par Thami Kabaj¹⁰ fournissent des éléments ouvrant la voie à une méthodologie de lutte contre les biais (« Être et rester dans la zone »). Et c'est pour les gérants de fortune que les applications se révèlent les plus efficaces (cf. l'article de P. Sarica p.31). La connaissance des biais de comportement de leurs clients aide à mieux les accompagner et à mettre en place une meilleure allocation d'actifs.

La présentation de propositions utilisant l'effet de cadrage (*framing*) ou l'allocation dynamique à partir de la définition du point de référence, la construction de produits structurés adaptés sont autant de possibilités concrètes d'utilisation de la théorie des perspectives¹¹.

Au niveau des gérants, il est possible de se protéger des erreurs systématiques (par exemple l'excès de confiance)

par la mise en place de tactiques spécifiques imposant, par exemple, des limites à la liberté du gérant. Autre exemple d'application, la société Fuller & Thaler, qui conseille la gestion des fonds *Behavioral* de JP Morgan, utilise les phénomènes de sur-réaction et de sous-réaction des titres à des annonces¹². Il convient toutefois de faire la distinction entre les fonds pour lesquels la finance comportementale apporte une réelle surperformance et ceux pour lesquels il ne s'agit que d'argument commercial. Colby Wright, Prithviraj Banerjee et Vaneesha Boney ont réalisé une étude¹³ portant sur seize fonds américains qui « autopromouvaient » utiliser la finance comportementale ou que les

médias identifiaient comme des fonds *Behavioral Finance*. Les résultats montrent d'abord que les flux allant vers ces fonds sont plus élevés que ceux allant vers les autres fonds. Ce qui montre une indéniable réussite marketing. Ils constatent ensuite que ces fonds battent en général le S&P. En se servant du modèle de Cahart¹⁴, les rendements ajustés du risque n'apparaissent pas comme très différents de ceux des autres fonds. La surperformance de ces fonds *Behavioral Finance* est surtout due au facteur HML (*High Minus Low*: différence de rentabilité entre un portefeuille à fort *book-to-market ratio* et un portefeuille à bas *book-to-market ratio*) du modèle de Fama et French¹⁵, c'est-à-dire que ces fonds ne sont pas très différents des fonds *value*.

LA FINANCE COMPORTEMENTALE MACROÉCONOMIQUE

Dans ce domaine, la finance comportementale est un moyen d'explication très puissant des phénomènes. Les explications des bulles à partir du comportement des foules sont aujourd'hui reconnues. Mais les outils opérationnels sont plus difficiles à construire.

Les informations concernant les sentiments et les comportements des investisseurs sont pourtant très bien mises en évidence dans l'analyse graphique¹⁶.

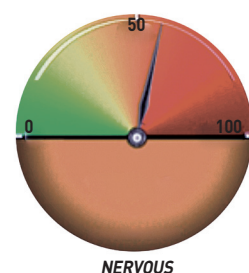
Par exemple, la société LGT Capital Management utilise une approche par l'analyse des

tendances des marchés en distinguant les phases et les structures de ces tendances¹⁷. Et, en France, une approche intéressante portant sur la poursuite à court terme des gains des *winner*s ou des pertes des *losers* est utilisée par Tendence finance (cf. l'entretien avec Frank Bergeot p. 34).

Une contribution originale a été réalisée par la société MarketPsych¹⁸, un des leaders de la recherche en finance comportementale aux États-Unis. Richard Peterson et son équipe ont mis au point des indicateurs d'émotions sur le marché américain d'actions. Ces indicateurs mesurent par exemple la colère, la crainte, la fraude, l'innovation, le goût pour les actions, les perspectives, le sentiment positif, la confiance (*anger, fear, fraud, innovation, liking, outlook, sentiment, trust*).

Le graphique p. 30 indique l'indice de « bulle » (*bubblemeter*). Le graphique 2 montre l'indice de crainte.

L'indicateur de crainte pour décembre 2011 (*MarketPsych Fear Gauge*) ci-dessous montrait une crainte de plus de 50 % des intervenants sur le marché, ainsi qualifié de « *nervous* » :



Ces indices sont déterminés à partir d'une analyse lexicographique quotidienne de milliers d'articles de presse, de blogs, d'interviews, de réseaux sociaux, de présentations d'entreprises, etc. Ces études sont menées depuis huit ans, à partir d'un logiciel propriétaire.

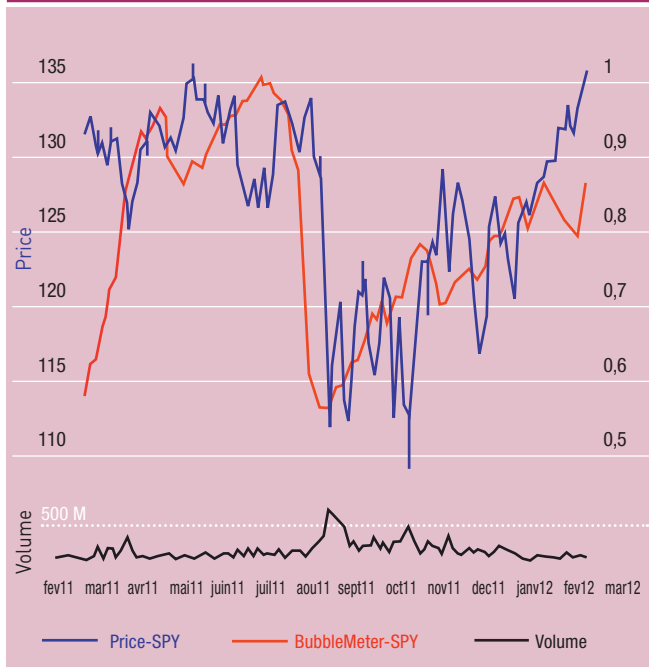
La même démarche a été appliquée à près de 7000 actions US. À partir de ces analyses, des listes de valeurs ont été établies telles que :

- *the Fear List* (actions présentant pour les investisseurs un niveau maximum de crainte) ;
- *the Trust List* (actions dans lesquelles les investisseurs ont une confiance exceptionnelle élevée) ;
- la liste des dix valeurs les mieux appréciées ;
- ou la liste des dix valeurs les plus détestées des investisseurs, etc.

Il existe aussi des listes concernant les ETF (les trois plus appréciés, les trois plus détestés, les trois pour lesquels les investisseurs prévoient une hausse et les trois pour lesquels ils anticipent une baisse).

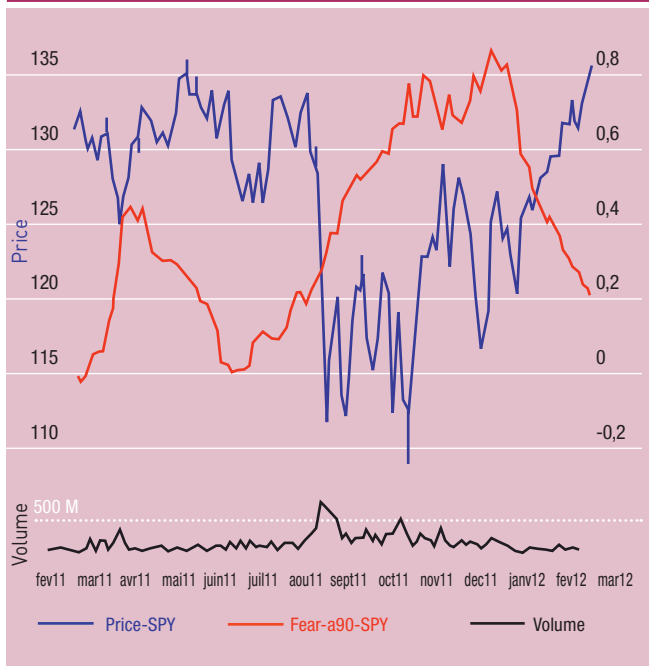
La finance comportementale est ainsi passée brillamment du statut de recherche universitaire à celui de concept « tendance ». On ne peut échapper aujourd'hui à cette vulgarisation qui, bien que parfois utile, peut aussi nuire à la passionnante alternative qu'elle propose à la finance classique. Heureusement, les utilisateurs potentiels et les chercheurs universitaires ont compris qu'il fallait désormais s'attaquer à l'exploitation concrète de ces découvertes. ■

1. L'INDICE DE « BULLE » (BUBBLEMETER)



source : MarketPsych Index

2. L'INDICE DE « CRAINTE »



source : MarketPsych Index

(1) Extraordinary Popular Delusions and Madness of Crowds, Ch. MacKay, 1841 (Wordsworth Edition, 1995) ; Psychologie des foules, Gustave Le Bon, 1895 (PUF Quadrige, 2010) ; Psychology of the Stock Market, G.C. Selden, 1912 (Bnpublishing, 2007).

(2) Maurice Allais, « Le comportement de l'homme rationnel devant le risque : critique des postulats et axiomes de l'école américaine », *Econometrica*, vol. 21, 1953, p. 503-546.

(3) Daniel Ellsberg, « Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms », *The Quarterly Journal of Economics*, nov. 1961.

(4) Kahneman D., Slovic P., Tversky A., Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, London, Cambridge University Press, 1982.

(5) Daniel Kahneman, Amos Tversky, Choices, Values, and Frames, Cambridge, Cambridge University Press, 2000. On peut également lire le dernier ouvrage de Daniel Kahneman, Thinking, Fast and Slow, Penguin Books, 2011.

(6) Richard Thaler, « From homo economicus to homo sapiens », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 1, hiver 2000, p. 133-141.

(7) Le Dr Richard Peterson s'est spécialisé dans la neurofinance et ses applications ; il est l'auteur d'un remarquable livre, Inside the Investor's Brain, Wiley, 2007. Cet ouvrage fait un excellent tour d'horizon de la finance comportementale et des neurosciences.

(8) Richard Peterson, Frank Murtha, MarketPsych, How to Manage Fear and Build your Investor Identity, Wiley, 2010.

(9) Michael Pompian, Behavioral Finance and Wealth Management, Wiley, 2006.

(10) Thami Kabbaj, La Psychologie des grands traders, Eyrolles, 2007.

(11) Pour connaître les outils de la finance comportementale appliquée au wealth management : Thorsten Hehs, Kremena Bachmann, Behavioral Finance for Private Banking, Wiley, 2008.

(12) <http://www.fullerthaler.com>, la société Fuller&Thaler Asset Management a été créée en 1993. Les principaux membres de l'équipe de gestion sont Russell Fuller et Richard Thaler. Daniel Kahneman est membre du board. Pour l'étude concernant les sur ou sous réactions, voir : Werner De Bondt et Richard Thaler, Does the Stock Market Overreact? Advances in Behavioral Finance, p. 249, Russell Sage Foundation New York, 1993.

(13) Colby Wright, Prithviraj Banerjee et Vaneesha Boney, « Behavioral Finance: Are the Disciples Profiting from the Doctrine », *The Journal of Investing*, hiver 2008.

(14) M.M. Cahart, « On Persistence of Mutual Fund Performance », *Journal of Finance*, 1997, 52, 1.

(15) E. Fama, G. French, « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, 1993, HML.

(16) Thami Kabbaj, L'Art du trading, Eyrolles, 2008. Paul V. Azzopardi, Behavioral Technical Analysis: an Introduction to Behavioral Finance and its Role in Technical Analysis, Harriman House, 2010.

(17) <http://www.igt.com/fr>

(18) <http://www.marketpsych.com>
et <http://www.marketpsychdata.com>