

SOMMAIRE

Introduction

Première Partie : La partie théorique

Chapitre I : De la théorie financière moderne à la FC

SECTION 1 : L'hypothèse d'« anticipations rationnelles »

SECTION 2 : L'hypothèse d'« efficience des marchés financiers »

SECTION 3 : Les nouveaux paradigmes en finance

SECTION 3 : La « Finance Comportementale »

Chapitre II : Les erreurs de raisonnement et travers de comportement

SECTION 1 : Les biais cognitifs individuels

SECTION 2 : Les erreurs cognitives de groupe

SECTION 3 : Les diverses émotions

SECTION 4 : Biais inclassables et les précautions

SECTION 5 : Simplifications des travers comportementaux

SECTION 6 : Comportement mimétique

Deuxième partie : la partie pratique

Chapitre III : L'étude empirique

SECTION 1 : Actions préalables a l'élaboration du questionnaire

SECTION 2 : Elaboration et traitement du questionnaire

SECTION 3 : Analyse et interprétation des résultats

Conclusion

INTRODUCTION

Un marché est considéré comme efficient lorsque l'ensemble des informations pertinentes et nécessaires à l'évaluation des actifs financiers se trouve instantanément et à tout moment reflétée dans les cours des titres.

La notion d'efficience des marchés se base essentiellement sur l'hypothèse de la rationalité des investisseurs. Cette hypothèse stipule que les investisseurs, tous égaux dans l'acquisition de l'information, sont supposés être extrêmement rationnels et avoir pour unique but la maximisation de la rentabilité de leurs portefeuilles.

Alors que la théorie économique et financière postule que l'individu est avant tout rationnel, les expériences des psychologues montrent, qu'au contraire, ses décisions sont constamment biaisées par les émotions et par des raisonnements erronés.

KAHNEMAN et TVERSKY¹ (1979) proposent une étude alternative qui se focalise sur des évidences de comportements en totale opposition avec la rationalité suivant laquelle les investisseurs sont censés se comporter sur le marché.

D'après ces deux auteurs les investisseurs sont la proie de plusieurs facteurs psychologiques qui affectent leur logique de raisonnement et les poussent à entreprendre des actions en contradiction avec l'hypothèse de rationalité.

Les études financières récentes se sont intéressées aux modèles de comportements humains et plus particulièrement à la science basée sur la psychologie dans le but d'apporter une explication plausible aux écarts observés par rapport à l'hypothèse d'efficience des marchés.

¹ Ils se basent sur la théorie de perspective voir *econometrica*, Vol.47, No.2. (Mar, 1979), pp.263-292

La confrontation des points de vue antagonistes de la finance et de la psychologie a donné naissance à un nouveau courant de recherche, la finance comportementale, qui entreprend de concilier les modèles financiers et les observations empiriques des psychologues.

Cette nouvelle discipline remet en cause le principe de comportement rationnel lié à l'hypothèse d'efficience des marchés et suppose qu'il est nécessaire de réfléchir à des modèles basés sur les comportements humains afin de pallier les anomalies financières mises en avant sur le marché financier.

La finance comportementale a proposé ainsi des biais psychologiques qui sont définis comme étant des écarts de jugements des investisseurs à partir des normes et standards acceptés.

GREENFINCH² classe ces biais en deux grandes catégories à savoir les biais individuels et les biais collectifs. Chaque catégorie est divisée en biais émotionnels et biais cognitifs.

Dans cette perspective, je vais m'intéresser seulement aux biais individuels pour l'élaboration du questionnaire, principalement l'aversion à la perte et la confiance excessive pour les biais émotionnels et l'ancrage mental et la comptabilité mentale pour les biais cognitifs.

Selon BRABAZON (2000), l'aversion à la perte est basée sur l'idée qu'une « pénalité » mentale associée à une perte donnée, est plus importante qu'une « récompense » mentale dû à un gain de la même valeur

En ce qui concerne la confiance excessive, SHILLER (2000) affirme que les individus pensent savoir plus qu'ils ne sachent vraiment. Ils ont tendance à surestimer leurs capacités, leurs connaissances et leurs perspectives.

L'ancrage se définit par le fait que les gens, lors de la formation de leurs jugements et la fixation de leurs prévisions, ont généralement tendance à se rattacher à des points de référence gardés au tréfonds de leurs esprits.

² Voir site Internet <http://perso.wanadoo.fr/pgreenfinch/f-bf2.htm>

KAESTNER (2005) affirme que le biais d'ancrage traduit le fait que les individus raisonnent par rapport à des valeurs de référence passées.

La comptabilité mentale est popularisée par Richard Thaler dans les années 1980. Elle rassemble tous les trucs qui permettent de simplifier la prise des décisions économiques quotidiennes.

Dans mon travail je vais essayer, d'une part, d'expliquer chacun de ces biais, d'autre part, je vais tester leur existence, en effectuant une enquête sous forme du questionnaire chez un groupe d'échantillon des professionnels de bourse et les non professionnels

Ainsi, mon travail est décomposé en trois chapitres :

Le premier chapitre sera consacré à l'étude des différentes étapes depuis la théorie financière moderne jusqu'à l'apparition de la finance comportementale.

Le second chapitre s'intéressera à l'étude des erreurs de raisonnement et les travers de comportement

Le troisième et le dernier chapitre nous permettra de tester l'existence de ces travers et biais de comportement, à l'aide d'un questionnaire

Première Partie: La Partie Théorique

Chapitre I : De la théorie financière moderne à la finance

Comportementale

La théorie financière moderne et les modèles de choix de portefeuille se sont développés depuis près d'un demi-siècle autour de trois piliers : la rationalité parfaite des individus, la maximisation de l'espérance d'utilité et l'efficience des marchés.

Depuis quelques années, l'intrusion des théories issues de la psychologie et de la sociologie dans le débat sur ces hypothèses, ont donné lieu à la naissance d'un nouveau courant de recherche en plein développement : la finance comportementale.

SECTION 1 : L'hypothèse d' « anticipations Rationnelles »³

La définition des anticipations rationnelles est due à Muth (1961) : « Les anticipations, puisqu'elles sont des prévisions bien informées des événements futurs sont essentiellement les mêmes que les prévisions de la théorie économique pertinente. Au risque de confondre cette hypothèse purement descriptive avec une opinion tranchée sur ce que les entreprises devraient faire, nous appellerons de telles anticipations des anticipations rationnelles ». Ainsi, si l'agent peut prévoir correctement l'évolution des variables exogènes et s'il connaît la relation entre ces variables et la variable endogène, il formera des anticipations rationnelles. On suppose par conséquent une coïncidence parfaite entre le modèle utilisé par l'agent pour former ses anticipations et le modèle de fonctionnement de l'économie.

Formellement, l'hypothèse d'anticipations rationnelles peut être définie comme suit :

$$X_t^a = E(X_t | I_{t-1})$$

Où X_t^a est l'anticipation effectuée à la date $t-1$ pour la variable X_t , I_{t-1} est l'ensemble d'information disponible en $t-1$ et E est l'opérateur d'espérance mathématique.

Les agents forment leurs anticipations en utilisant au mieux l'information dont ils disposent. Ils connaissent la totalité des composantes influençant la variable à anticiper ainsi que le modèle gouvernant l'évolution de cette même variable. Supposer que les anticipations sont rationnelles, c'est supposer que le modèle est juste.

³ Voir Mignon (1998) pour des développements relatifs à la rationalité du comportement

Ceci n'est donc possible que si tous les individus utilisent le même modèle⁴ — modèle exact de l'économie — pour former leurs anticipations.

I - Implications et caractéristiques des anticipations rationnelles

Les agents, pour former leurs anticipations, disposent tous du même modèle de représentation de l'économie. En d'autres termes, ils pensent tous pareillement : « ce sont tous des fondamentalistes, c'est-à-dire qu'ils utilisent tous le même modèle décrivant la façon dont les données fondamentales déterminent les divers prix et quantités de l'économie » (Phelps, 1987). Ainsi, tout économiste utilisant un modèle de prévision doit partir du principe selon lequel tous les autres économistes connaissent son modèle et l'utilisent pour former leurs prédictions. Sur les marchés financiers, le modèle utilisé pour prévoir les cours boursiers est celui d'actualisation des dividendes futurs. La définition des anticipations rationnelles fournie par Muth (1961) peut paraître a priori totalement inadaptée aux situations réelles. En effet, on suppose implicitement que tous les agents ont des capacités illimitées de recueil et de traitement de l'information, et ce à un coût nul. Cependant, selon Muth, cette hypothèse ne ferait en fait que refléter les conclusions des études empiriques selon lesquelles tout se passe « comme si » les agents disposaient d'une connaissance parfaite de la théorie économique pertinente.

En effet, si tel n'était pas le cas, les agents pourraient réaliser des profits en spéculant sur certains biens ou en vendant leurs services de prévisions aux entreprises : « si les anticipations n'étaient pas, de quelque façon, rationnelles, les économistes auraient l'occasion de réaliser des profits dans la spéculation de long terme » (Muth, 1961). De telles occasions de profits sont éliminées si les prévisions des agents ne sont pas systématiquement différentes de celles de la théorie économique.

II - Les questions soulevées par l'hypothèse d'anticipations rationnelles

Selon la définition des anticipations rationnelles, les agents forment leurs anticipations sur la base de l'ensemble d'information disponible. Comme nous l'avons vu, si l'on suppose que le modèle sur lequel se base la théorie économique est correct, alors tous les individus utilisent le même modèle pour former leurs anticipations. Une telle supposition induit diverses questions — sans réponse — que nous évoquons en nous basant principalement sur l'article de Phelps (1987).

— L'hypothèse d'anticipations rationnelles stipule que les agents forment leurs décisions sur la loi vraie du système dans lequel ils se trouvent. Mais, comment mettre en évidence cette loi vraie ?

⁴ Comme le note Arrow (1987), ce modèle n'est autre en réalité que celui qu'utilise l'économètre

Ainsi, dans le cadre des marchés boursiers, comment être sûr que cette loi correspond au modèle d'actualisation des dividendes futurs ? Guesnerie (1989) note que les économistes ont beaucoup de difficultés à trouver cette loi, même dans des systèmes volontairement simplifiés. L'hypothèse d'anticipations rationnelles suppose ainsi des capacités analytiques que beaucoup d'individus n'ont pas.

— Lorsqu'ils forment leurs anticipations, les agents se réfèrent à la théorie économique pertinente. Cet argument est, selon Guesnerie (1989), "irrecevable". La théorie économique, si elle est réellement pertinente, doit en effet expliquer notamment les anticipations des agents. Cette explication renvoie nécessairement à la dite théorie économique pertinente. De ce fait, on se trouve dans une situation d'auto-référence : la théorie économique pertinente ne peut éviter de se faire référence à elle même.

— Il est fort probable qu'un agent modifie son modèle de prévision. Dès lors, pourquoi ce modélisateur devrait-il supposer que tous les autres agents ont changé eux mêmes leur modèle, au même instant et de la même façon ? On pourrait tenter de répondre à cette question en supposant que la modification du modèle est due à un changement structurel et que tous les agents ont observé ce changement au même moment.

Mais il faut également supposer que la modification du modèle est identique pour chaque individu. Là encore, si l'on suppose une modification structurelle et si les agents sont des spécialistes, on pourrait par exemple supputer qu'ils ont tous, par leur très grande connaissance économique, introduit la même variable supplémentaire dans le modèle. Ce qui semble encore plus improbable est qu'un agent soumis à un caprice ou à un phénomène de mode change son modèle et que tous les autres en fassent simultanément autant...

— Il existe, sur les marchés financiers, deux grandes catégories d'agents: les chartistes et les fondamentalistes. Si deux modélisateurs — l'un chartiste, l'autre fondamentaliste⁵

— défendent des modèles opposés, comment chacun d'eux peut-il supposer que tous les individus utilisent son propre modèle et pas celui de son concurrent ? En outre, l'existence même de ces deux catégories d'agents induit nécessairement l'utilisation de deux modèles différents. Ne pourrait-on pas aussi envisager une troisième catégorie d'agents qui serait chartiste à court terme et fondamentaliste à long terme ?

⁵ De façon simplifiée, les chartistes ne se basent que sur l'historique des cours ou des volumes de transactions alors que les fondamentalistes s'intéressent aux variables économiques pertinentes (taux d'intérêt, taux de change, ...) pour former leurs anticipations de cours.

— Phelps (1987) soumet également une question concernant la crédibilité des mesures gouvernementales. Même si l'on suppose que les agents utilisent tous le même modèle, pourquoi devrait-on penser qu'ils s'accordent sur les mesures prises par le gouvernement et que, de plus, chaque individu sait que les autres estiment la probabilité de ces événements exogènes de la même manière que lui ?

Face à ces diverses interrogations, l'hypothèse d'anticipations rationnelles semble bien vulnérable en théorie. « La théorie des anticipations rationnelles n'est en fait applicable qu'aux cas dans lesquels la recherche économique n'est pas — ou n'est plus — nécessaire, tous les doutes ayant disparu et toutes les controverses cessé » (Phelps, 1987). Cette pensée de Phelps nous paraît donc limiter de façon considérable le champ d'application des anticipations rationnelles.

Il existe deux grandes catégories de tests d'anticipations rationnelles : les tests de volatilité et les tests basés sur les données d'enquêtes. L'idée sous-jacente aux tests de volatilité est que, si les anticipations sont rationnelles et que le prix observé est égal à la valeur fondamentale, la volatilité des cours et celle des fondamentaux doivent être comparables⁶. On s'intéresse ici à la seconde catégorie de tests d'anticipations rationnelles, les tests issus de données d'enquêtes. Ceux-ci ont pour objet de tester les principales caractéristiques des anticipations rationnelles : orthogonalité des erreurs d'anticipation à l'ensemble d'information disponible, absence d'autocorrélation des erreurs d'anticipation et absence de biais, signifiant que l'information a été utilisée de manière optimale dans la formation des anticipations. De façon générale, la très grande majorité des études sur données d'enquêtes⁷ conclut que les anticipations des individus ne sont pas rationnelles. Or, dans la mesure où la rationalité des anticipations est une condition nécessaire à l'efficacité du marché, l'hypothèse d'efficacité est également remise en cause.

SECTION 2 : L'hypothèse d' « efficacité des Marchés financiers

⁶ Voir Shiller (1989).

⁷ Voir Lakonishok (1980), Brown et Maital (1981), Mc Donald et Marsh (1992) et Prat (1994).

La théorie de l'efficience des marchés financiers, selon laquelle le prix observé reflète à chaque instant toute l'information disponible, est certainement l'une des théories les plus controversées dans le domaine économique ou financier. Malgré l'abondance des travaux empiriques visant à tester l'hypothèse d'efficience, aucune conclusion claire ne semble ressortir. Cette absence de résultats unanimes est sans aucun doute liée à l'importance que revêt l'efficience dans la théorie financière. En effet, toutes les théories et modèles financiers sont fondés — implicitement ou explicitement — sur l'hypothèse d'efficience. Dès lors, la remise en cause de l'efficience des marchés a pour conséquence l'invalidité de ces théories et modèles. En outre, l'efficience suppose la rationalité des agents tant dans leur comportement que dans leurs anticipations. La rationalité est ainsi une condition nécessaire à l'efficience. Remettre en question l'efficience c'est donc également jeter un doute sur l'hypothèse d'agents rationnels maximisateurs d'utilité espérée. Par conséquent, face au rôle essentiel que joue la théorie de l'efficience tant dans le domaine financier que dans le domaine économique — au travers de la rationalité — sa remise en cause constitue inévitablement une tâche ardue. L'absence de conclusion tranchée concernant la validité empirique de l'efficience peut également provenir du fait que l'efficience est relativement mal définie. En particulier, elle est toujours définie en référence à un modèle de formation des cours boursiers.

Pour la grande majorité des auteurs, ce modèle correspond au modèle d'actualisation des dividendes futurs anticipés rationnellement par les agents. Le prix observé sur le marché est alors uniquement fonction des anticipations de dividendes. La conséquence essentielle est que l'on ne peut prétendre tester réellement l'efficience. On teste en effet inévitablement l'hypothèse jointe de la validité du modèle de formation des cours et l'efficience. Ainsi, même si les travaux empiriques semblent contredire l'efficience, les partisans de cette théorie invoquent le fait que les écarts observés à l'hypothèse d'efficience proviennent d'une mauvaise spécification du modèle d'évaluation des cours et non pas d'une inefficience du marché. Les adversaires de l'efficience se trouvent alors dans une position difficile. Par ailleurs, nous verrons que le concept d'efficience revêt plusieurs définitions (Fama, 1965, 1970, 1991 ; Jensen, 1978), ce qui peut également expliquer l'ambiguïté des résultats empiriques obtenus.

I - Définition

La théorie des marchés financiers est née au début des années 60 des travaux des pionniers de la finance moderne ; c'est cependant à EUGENE FAMA qu'est attribuée la paternité de la théorie des marchés financiers à cause de ses articles fondateurs de 1965 dans lesquels il postule « qu'un marché

financier est dit efficient si et seulement si l'ensemble des informations disponibles concernant chaque actif financier coté sur ce marché, est immédiatement intégré dans le prix de cet actif »⁸

Ainsi sur un marché efficient, dès qu'une information concernant un actif existe le prix de cet actif est instantanément modifié pour incorporer cette information.

De ce faite, l'efficience est appréhendée à priori comme l'aptitude du marché à rétablir l'équilibre ; le marché est alors dit efficient si les prix qui s'y forment constituent des signaux fiables permettant aux investisseurs de prendre les bonnes décisions d'allocation des ressources.

Pour cela, il faut que les actions soient correctement évaluées en fonction de l'information disponible au temps t.

La définition de l'efficience a évolué depuis les travaux originels de FAMA, elle est aujourd'hui moins stricte et autorise certaines formes de prédictibilités ; ainsi de l'efficience initiale synonyme de marché au hasard des prix des titres, on a évolué vers une efficience signifiant l'impossibilité d'obtenir un gain substantiel : conformément à la définition de JENSEN (1978) qui postule que « sont réputés efficients les marchés sur lesquels les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant de telle manière qu'un investisseur ne peut, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transaction engendrés par cette action »⁹

II - Les conditions nécessaires à l'efficience des marchés financiers

L'hypothèse d'efficience des marchés financiers est basée sur l'existence de cinq conditions essentielles permettant de valider cette théorie.

• La rationalité des investisseurs :

Les marchés financiers ne peuvent être efficients que si les agents économiques agissant sur ce marché sont parfaitement rationnels, en d'autres termes les agents économiques doivent agir de manière cohérente par rapport aux informations qu'ils reçoivent.

⁸ P. GILLET « Efficience des marchés financiers » ; ECONOMICA ; 1999 ; p:11

⁹ P. GILLET; idem 1

Ainsi en cas d'anticipation d'un événement susceptible de faire augmenter le cours d'un titre, les investisseurs sont supposés acheter ce titre ou le conserver ; réciproquement un événement négatif doit engendrer de la part des investisseurs une décision de vente.

En tout état de cause, conformément à la théorie économique, les actes effectués par les investisseurs sont entrepris dans le but de maximiser leurs espérances d'utilité en fonction du niveau de risque encouru, les agents économiques sont censés de maximiser le gain qu'ils peuvent réaliser pour un niveau de risque donné ou minimiser le risque qu'ils sont amenés à entreprendre pour un niveau de gain donnée.

• **La libre circulation de l'information et la réaction instantanée des investisseurs :**

Pour que les marchés financiers soient efficaces, il faut que les prix intègrent instantanément l'ensemble des informations disponibles : ce qui nécessite que l'information soit diffusée simultanément auprès de tous les agents économiques.

Ainsi il ne doit pas y avoir de décalage temporel entre le moment où un agent économique reçoit l'information et le moment où un autre agent reçoit la même information.

Les agents économiques doivent pouvoir traiter les informations instantanément et agir sur le marché immédiatement en fonction de cette information obtenue.

• **La gratuité de l'information :**

Cette condition postule que les agents économiques doivent obtenir les informations sur le marché financier sans supporter de coûts supplémentaires de gestion.

La gratuité de l'information constitue une condition essentielle à l'hypothèse de l'efficacité puisqu'elle permet à tout investisseur le suivi des informations financières et facilite l'intégration de ces informations dans les prix des titres.

• **Absence des coûts de transactions et d'impôts de bourse :**

En cas de présence de coûts de transaction ou d'impôts ; les agents économiques peuvent hésiter à investir ou à désinvestir, de peur que ces coûts annulent leurs gains potentiels réalisables.

L'investisseur n'agira sur le marché que dans la mesure où le gain espéré est supérieur aux coûts de la transaction supportée.

L'absence de coût de transactions et d'impôt constitue de ce fait une condition primordiale de l'efficacité puisqu'elle permet aux investisseurs d'agir librement sur le marché financier.

• L'atomicité des investisseurs et la liquidité :

La théorie des marchés efficients implique l'existence d'une totale liquidité et d'une complète atomicité des investisseurs.

Aucun investisseur ne doit pouvoir être en mesure d'influencer le marché par sa simple intention de vendre ou d'acheter une masse importante de titres.

Seul le contenu informationnel de l'acte d'un gros investisseur peut faire varier les cours des titres et en aucun cas le prix de l'actif ne doit varier pour des problèmes de liquidité.

III - Les différentes formes d'efficience

L'historique des prix
La forme faible

La forme semi-forte

La forme forte

FAMA définit les formes de l'efficience des marchés financiers en fonction de l'ancienneté des informations que les prix des actifs sont censés intégrer.

Il postule que les informations concernant les actifs financiers peuvent être divisé en trois catégories :

- La première catégorie comprend les informations déjà connues et publiées. Ces informations ont été intégrées par les opérateurs dans les cours passés des actifs financiers.
- La deuxième catégorie incluse les informations présentées à l'instant même où celles ci sont rendues publiques.
- La troisième catégorie renferme les informations non encore publiées mais détenues par des personnes privilégiées du fait de leur fonction au sein de l'entreprise.

III - 1 – La forme faible et les tests de prévisibilité des rentabilités

La forme faible de la théorie d'efficience stipule que le prix actuel d'un actif financier est totalement indépendant de l'ensemble des informations, concernant ce titre, publié dans le passé.

On ne peut pas, d'après la forme faible de la théorie de l'efficience, utiliser l'ensemble des informations passées d'un actif financier pour déterminer de façon certaine son prix actuel ou l'évolution future de son cours.

Les investisseurs sous réserve qu'ils soient à la fois informés et rationnels, sont supposés avoir déjà analysé l'ensemble des informations diffusées dans le passé et les avoir répercuter dans les cours des titres respectifs.

Le prix à la date t de chaque actif financier est de ce fait totalement indépendant du prix du même actif à la $t-1$ ou aux autres dates précédentes.

Les multiples tests⁸ concernant la prévisibilité des rentabilités font apparaître la nécessité d'effectuer une distinction entre horizon court et horizon long. Les études sur horizon court mettent majoritairement en évidence l'existence d'autocorrélations statistiquement significatives, témoignant ainsi de la possibilité de prévoir les rentabilités à partir des valeurs passées. Malgré leur significativité statistique, Fama (1970, 1991) juge ces autocorrélation non significatives d'un point de

vue économique au sens où la présence d'autocorrélation à court terme ne permet pas l'élaboration de stratégie rémunératrice. On se trouve ici face à un problème inhérent à toute étude sur l'efficience : alors que les tests économétriques font apparaître une prévisibilité des rentabilités à partir des valeurs passées, les partisans de l'efficience affirment que la connaissance de ce phénomène ne remet nullement en cause l'efficience. Devant cet état de fait, divers auteurs se sont attachés à tester l'hypothèse d'efficience en travaillant sur des horizons plus longs.

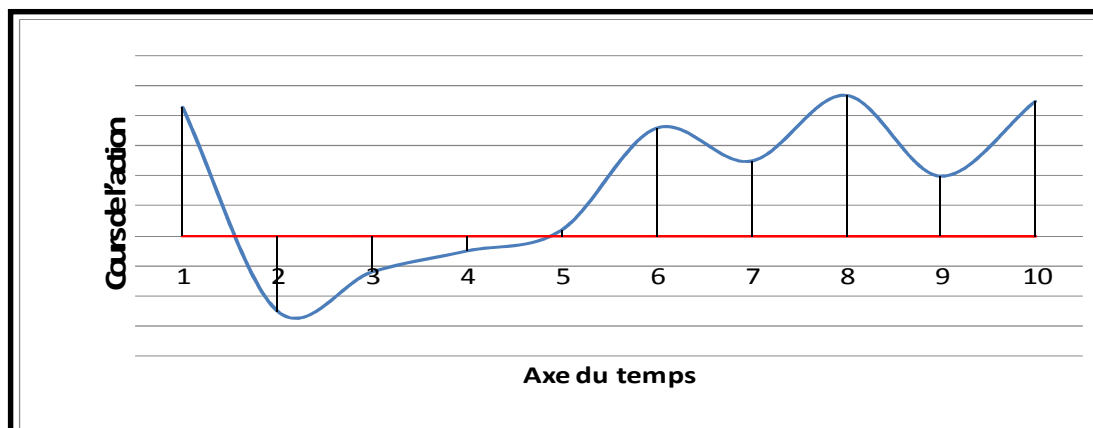
De nombreux tests de la forme faible ont été réalisés, et ont souvent comme point de départ l'hypothèse de dépendance temporelle des cours des titres. Principalement, on dénombre quatre catégories de tests :

- les tests d'autocorrélation des rendements ou de signe (tests de « runs »)
- les techniques de l'analyse chartiste : filtres, moyennes mobiles, point et croix, etc.
- les tests de marché aléatoire et de quasi marché aléatoire
- les méthodes généralisées de prévision des rentabilités : régression et cointégration

Exemple des tests :

Test des « runs »

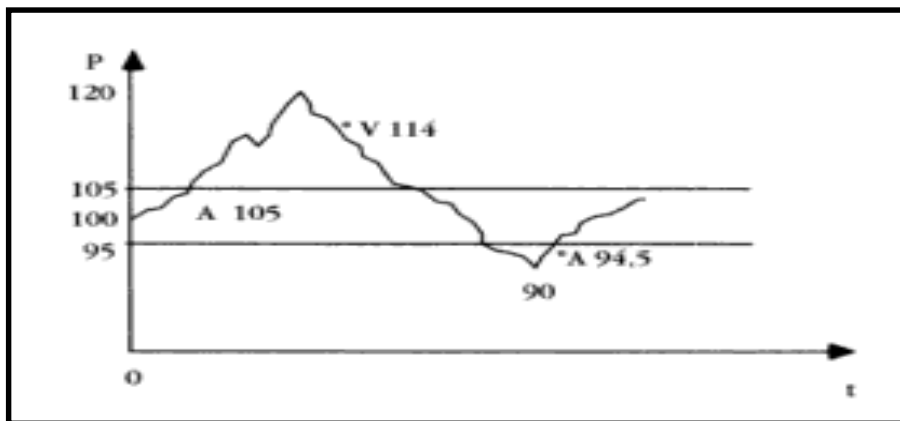
Il s'agit de vérifier le caractère aléatoire d'une série de rendement en analysant ses changements de signe. Si la série est aléatoire, le nombre de changement de signe, c'est-à-dire le passage d'une série de rendement positif (run positif) à une série de rendements négatifs (run négatif) ou vice versa, suit une loi normale. Fama, dans son étude de 1965, a trouvé un nombre de changement de signe inférieur à la moyenne pour certains titres du Dow Jones, ce qui dénote une certaine dépendance.



Tests des filtres

Historiquement, les premiers tests issus de l'analyse chartiste ont été les tests de filtre (Alexander, 1961). Ils se traduisent par des opérations d'achat-vente d'un titre partir de règles automatiques fondées sur la variation des cours d'un titre. Si le cours d'un titre augmente de $x\%$, on achète le titre jusqu'à ce que le titre baisse de $x\%$ (achat suite à une hausse de son cours jusqu'à ce qu'il atteigne un pic).

Illustration avec un filtre à 5% :



Lien avec la marche aléatoire

A retenir :

- Les tests de marche aléatoire et de la forme faible montrent qu'il n'existe pas d'auto-corrélation entre les rentabilités passées et les rentabilités à venir.

Cointégration entre cours et dividendes et efficience¹⁰

Stipuler que les cours et les dividendes sont cointégrés revient à affirmer qu'il existe une relation stable (ou d'équilibre) entre ces deux variables à long terme. En d'autres termes, ces deux séries évoluent ensemble, de telle sorte qu'il n'existe pas d'écart durable entre les cours et les dividendes : à long terme, le terme d'erreur de la relation liant les cours et les dividendes est nul. Si les cours et les dividendes ne sont pas cointégrés, cela implique qu'il existe un écart durable entre le cours et la valeur fondamentale en vertu du modèle d'actualisation des dividendes futurs. Le prix ne revient donc pas vers la valeur fondamentale, ce que l'on peut interpréter comme des traces d'inefficience.

¹⁰ On rappelle que deux séries non stationnaires sont dites cointégrées s'il est possible de les représenter sous la forme d'une combinaison linéaire stationnaire.

Il convient cependant de noter que la cointégration entre cours et dividendes ne permet pas d'obtenir de conclusion fiable quant à l'efficacité des marchés. En effet, dans le cadre de l'efficacité, les cours et les dividendes doivent constituer une relation stationnaire, mais la cointégration signifie également qu'il est possible de prévoir les cours à partir des dividendes et cours passés, ce qui devient plus difficilement compatible avec l'efficacité. Le sens de la causalité entre cours et dividendes est ici primordial : si les cours causent les dividendes, il est possible de prévoir les dividendes à partir des cours et dividendes passés, ce qui selon Lilti (1994) reste cohérent avec l'efficacité.

Mais si ce sont les dividendes qui causent les cours, la conclusion quant à l'hypothèse d'efficacité reste ambiguë (Campbell et Shiller, 1987). Comme dans le cas de la mean reversion, les résultats des tests de cointégration entre les cours et les dividendes peuvent donner lieu à deux interprétations opposées. D'une part, la cointégration indique l'absence d'écart durable entre le prix et la valeur fondamentale, ce qui est cohérent avec l'hypothèse d'efficacité. D'autre part, la cointégration induit la présence d'une prévisibilité des cours à partir des dividendes passés, ce qui va à l'encontre du concept d'efficacité.

Conclusion de la forme faible

Auteurs	Test	Méthodologie	Résultat
Fama (1965) Solnik (1973) French & Roll (1986) Lo & Mackinlay (1988)	Tests d'autocorrélation	Tests d'autocorrélation des rentabilités et de rapport de variance (Lo et Mackinlay)	Validation de l'hypothèse d'efficacité
Alexandre (1961) Fama & Blume (1966) Van Horne & Parker (1967) Gaslesne (1975) Dumontier (1989)	Méthode des filtres	Comparaison du rendement obtenu avec celui de la stratégie naïve du « buy and hold »	Validation de l'hypothèse d'efficacité

Alexandre (1992)	Marche aléatoire	Quasi marche aléatoire	Validation de l'hypothèse d'efficience
Granger & Morgenstern (1970) Bertoneche (1979) Hihhard (1979) Bodie (1976) Rozeff (1984) Fama & French (1988) Hakkio & Rush (1989) Fontaine (1990) Copeland (1991)	Méthodes généralisées de prévision (plusieurs variables ou marchés)	- Analyse spectrale ou co-spectrale : Granger et al. Bertoneche, Hihhard - Régression : Bodie , Rozeff , Fama & French - Cointégration : Hakkio & Rush , Fontaine , Copeland	Rejet total ou partiel (Bodie, Rozeff, Fama & French) de l'hypothèse d'efficience

III - 2 – La forme semi-forte et les études d'événements

La forme semi-forte de la théorie de l'efficience postule que l'ensemble des informations disponibles concernant un actif financier est intégré dans le prix de ce titre à l'instant même où ces informations sont rendues publiques.

Il n'existe de ce fait aucun décalage temporel entre le moment où l'information est dévoilée et le moment où celle-ci est intégrée dans les cours.

Sur un marché efficient au sens de la forme semi-forte le prix de chaque titre coté correspond à sa valeur réelle ; il n'y a aucun décalage entre la valeur d'un actif et son cours de cotation puisque toutes les informations sont intégrées dans les cours.

La forme semi-forte de la théorie de l'efficience des marchés financiers implique une réaction absolument immédiate des investisseurs. Il n'y a pas possibilité d'arbitrage dans la mesure où toute nouvelle information est instantanément incluse dans les cours, aucun investisseur n'a la possibilité de profiter de cette nouvelle information pour réaliser un profit substantiel.

En tout état de cause, les cours contiennent non seulement les informations objectives concernant les titres mais également les anticipations moyennes des investisseurs dès l'instant où celles-ci se forment.

On teste ainsi la réaction du marché à une information rendue publique en analysant la vitesse avec laquelle le prix s'ajuste à cette information.

Selon Fama (1991), la majorité des études événementielles menées sur données quotidiennes fait ressortir un ajustement rapide des cours des actions à toute information publique : en moyenne, les prix semblent s'ajuster en un jour à l'annonce d'un événement. Fama (1991) conclut alors que le marché est efficient au sens semi fort.

Toutefois, les analyses de Charest (1978), Mitchell et Mulherin (1994) et Bernard et Thomas (1990) montrent que le marché ne réagit pas rapidement à l'annonce, ce qui semble contredire l'efficience au sens semi-fort¹¹. Dans ce cas d'ajustement lent des prix, Fama (1991) met en avant le problème de l'hypothèse jointe visant bien évidemment à tenter de réhabiliter l'hypothèse d'efficience. Face à ce constat et aux résultats quelques peu divergents des études, il paraît à nouveau bien difficile de conclure sans ambiguïté en termes d'efficience ou d'inefficience du marché au sens semi-fort.

III - 3 –La forme forte et les tests d'information privée

Cette troisième et dernière catégorie de l'efficience informationnelle concerne le problème de l'information privée : existe-t-il des investisseurs détenant une information privée qui n'est pas reflétée dans les prix ? Dans l'affirmative, ces investisseurs peuvent-ils espérer des rentabilités supérieures à celles des agents ne disposant pas de cette information ? De façon générale, les études sur l'efficience au sens fort peuvent être classées en trois catégories. La première est constituée des études sur les délits d'initiés dont l'objet est de déterminer si des investisseurs possédant une information privée réalisent un arbitrage. La deuxième catégorie repose sur l'analyse des performances des portefeuilles gérés par les professionnels ; l'objet étant de déterminer si ces derniers réalisent ou non des profits anormaux. Enfin, la troisième catégorie est constituée de divers tests, tels que les résultats d'expériences menées en laboratoire, l'analyse d'opérations d'initiés spécifiques ou les mesures de richesse (pseudo-initiés).

¹¹ Un tel résultat est par ailleurs cohérent avec Grossman et Stiglitz (1980).

La grande partie des études¹² met globalement en avant la détention d'informations privées par les spécialistes, les insiders et éventuellement les gestionnaires de fonds communs. De ce fait, les prix ne reflètent pas pleinement toute l'information disponible. Néanmoins, pour apporter une conclusion plus tranchée en termes d'efficience, il convient de déterminer si ces investisseurs, agissant sur la base de cette information, sont aptes à battre le marché c'est-à-dire s'ils peuvent réaliser des profits anormaux. Or, on retrouve à nouveau le problème de l'hypothèse jointe : mesurer des rentabilités anormales nécessite la définition d'une « norme ». Il est alors impossible d'obtenir une conclusion tranchée en termes d'efficience.

Conclusion : peut-on encore parler d'efficience ?

Face à ces ambiguïtés, de nouvelles approches de l'efficience ont été développées.

Celles-ci ont pour caractéristique commune de s'inscrire dans une perspective dynamique.

Une première approche, l'hypothèse de marché fractal, repose sur l'existence d'horizons différenciés selon les investisseurs conférant une structure fractale au marché.

D'autres approches se centrent sur les préférences et les comportements des intervenants sur le marché. Tel est notamment le cas des approches comportementales de l'efficience parmi lesquelles figurent l'approche sociologique et l'approche évolutionniste.

Dans les recherches futures, il semble important de garder à l'esprit les faiblesses de l'hypothèse d'efficience des marchés financiers et de maintenir une approche éclectique. A titre d'exemple, l'approche comportementale apporte beaucoup dans la compréhension du boom des marchés financiers internationaux dans les années 1990 et de la crise de 2000, événements durant lesquels les comportements humains et les phénomènes de rétroaction ont généré d'importants biais dans l'allocation des ressources.

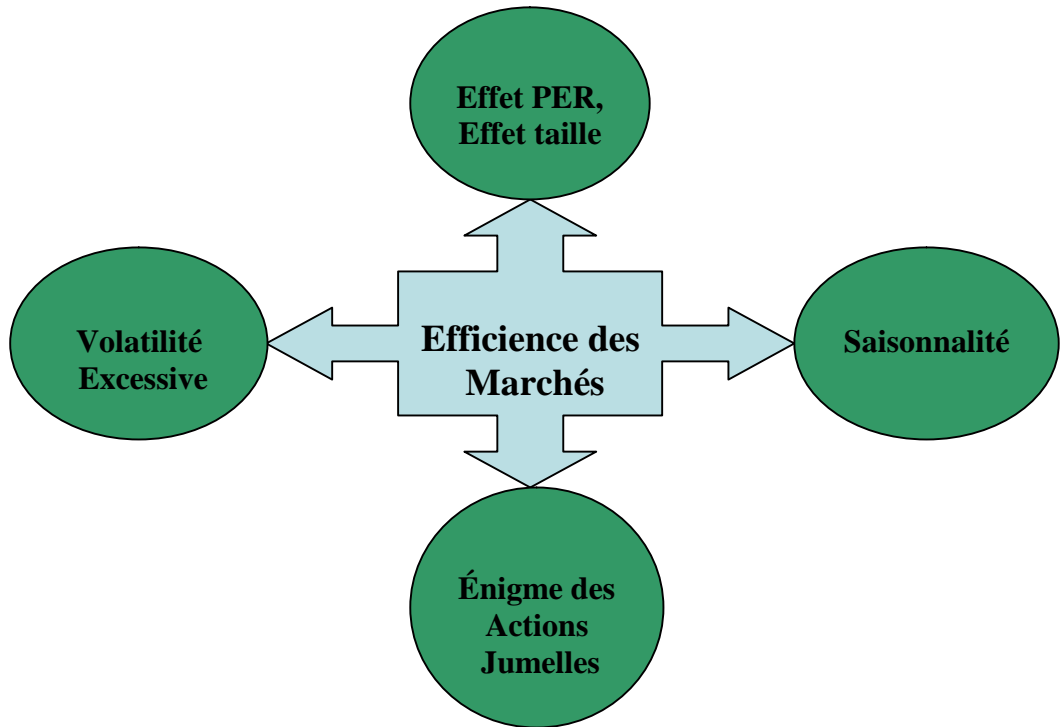
La conclusion fondamentale est ainsi que les intervenants sur les marchés financiers sont humains et que les « forces du marché » ne sont pas suffisamment puissantes pour compenser les défaillances humaines. L'enjeu pour les économistes est maintenant de réussir à intégrer une telle réalité dans les modèles théoriques.

SECTION 3 : Les nouveaux paradigmes en finance

I - Raisons de l'émergence de nouveaux paradigmes

► Anomalies du courant dominant :

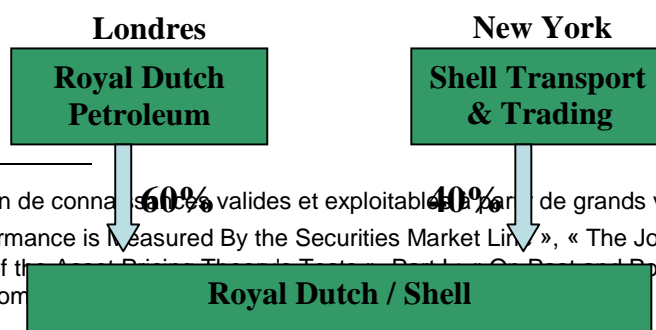
¹² Voir notamment les premières études de Neiderhoffer et Osborne (1966), Scholes (1972) et Jaffe (1974).



MEDAF :
 - «Data mining»¹³
 - Critique de Roll¹⁴ } Pourquoi le MEDAF est-il dominant ?

Exemple :

Enigme des actions jumelles



¹³ Un processus d'extraction de connaissances valides et exploitables à partir de grands volumes de données.

¹⁴ « Ambiguity When Performance is Measured By the Securities Market Line », « The Journal of Finance », 1978, pp. 1051-1069 et « A Critique of the Asset Pricing Theory Test of the Potential Testability of the Theory », « Journal of Financial Economics ».

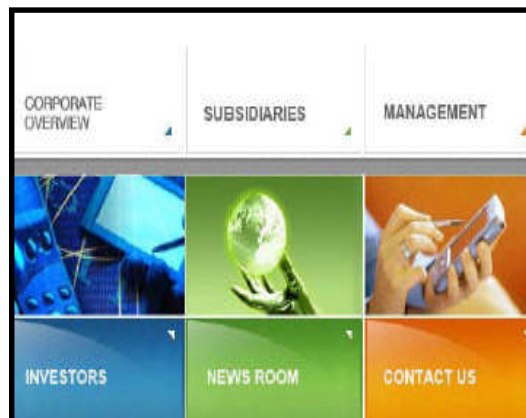
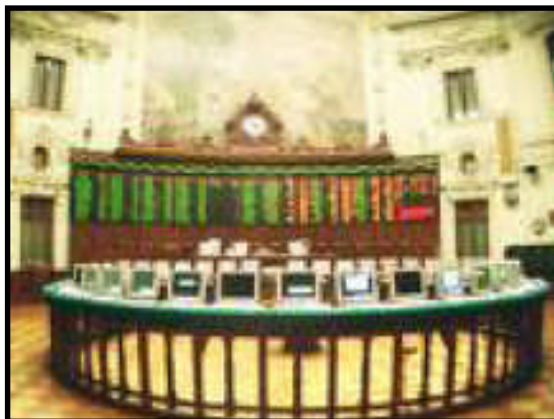
Rapport des prix : 60/40 soit $\frac{3}{2}$ donc RDP = 1.5 STT

Parité 60/40 n'a pas été respectée



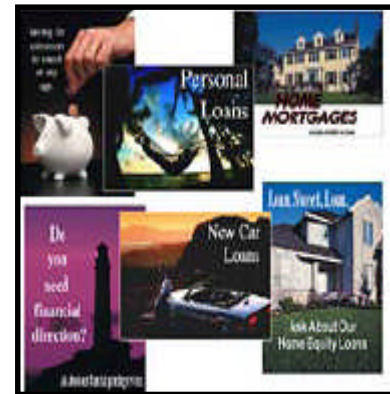
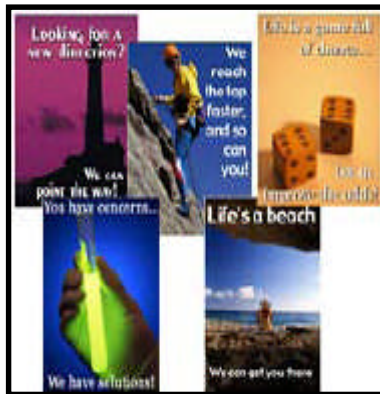
Virtualisation technologique :

Informatisation des places financières et E- Finance



► Virtualisation symbolique:

Influence des médias et «Marketisation» de la sphère financière

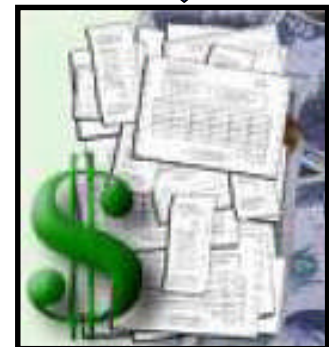
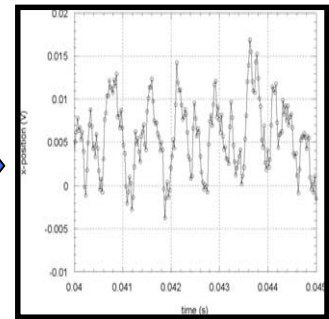
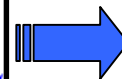
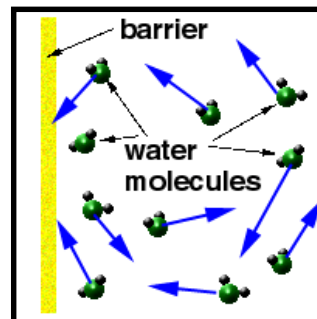
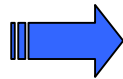


Paradigmes alternatifs à la

finance

► Econophysique :

Application des modèles de la physique moderne à la finance

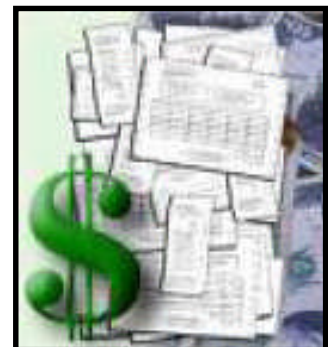
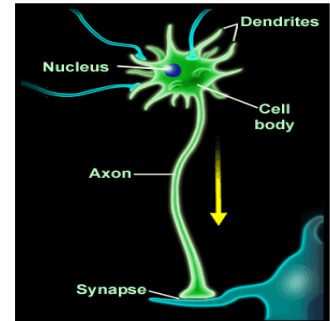
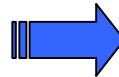
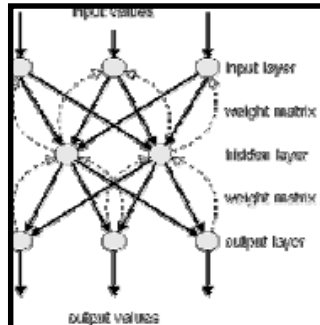
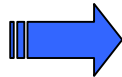
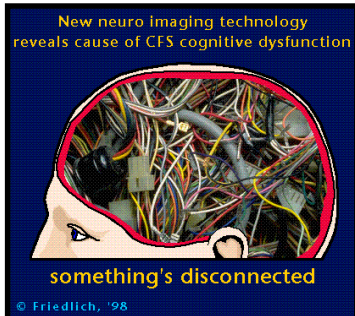


Prévision

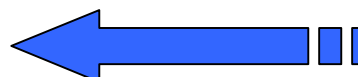


► **Intelligence artificielle et systèmes neuronaux :**

Marché financier comme «boîte-noire»



Prévision



► **«Sociologie financière » :**

Marché financier comme espace social



► **La finance comportementale :**

L'application de la psychologie individuelle et collective à la finance



Les anomalies des marchés et la naissance de la finance comportementale :

On se contentera d'un exemple particulièrement révélateur. Un peu partout, on observe de manière persistante des différences significatives entre les rendements observés et les rendements théoriques calculés sur la base du modèle d'évaluation (MEDAF). Pour des actifs ayant le même niveau de risque systématique¹⁵, on a pu observer une différence marquée et positive entre les rendements des sociétés cotées de taille relativement petite et les sociétés de plus grande dimension. Cela signifie que pour des titres ayant théoriquement le même risque, les investisseurs exigent une prime beaucoup

¹⁵ La portion du risque d'un actif qui ne peut éliminée par une diversification optimale

plus importante pour les titres des petites entreprises. Une telle constatation va à l'encontre de ce que stipulent la théorie financière moderne et le MEDAF. Parmi les multiples explications proposées pour ce phénomène, une plus convaincante est que les petites entreprises présentent un risque de liquidité : les transactions journalières sur ces titres sont de faible volume, tout ordre d'achat ou de vente d'un bloc de titres d'une certaine importance risque de provoquer une variation importante du prix, voire de s'avérer inexécutable. Cette caractéristique rend évidemment ces titres indésirables pour la grande majorité des fonds de placement.

Cet exemple, et bien d'autres qui révèlent des anomalies sur les marchés financiers, viennent confirmer que 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 efficients (les cours ne reflètent pas toujours exactement les informations). Le krach de 1987 est venu accentuer cette remise en cause. Dans ce contexte, des questions sont toujours sans réponses : un marché efficient est-il nécessairement un marché rationnel ? L'information qu'il affiche est-elle toujours pertinente, représentative de l'économie réelle ? Les acteurs ne sont-ils pas habités par des sentiments d'optimisme ou de déprime collective ? Ces questions qui se sont posées timidement au début, ici et là, vont déboucher plus tard avec les travaux de Kahneman¹⁶ et Tversky¹⁷ à la naissance d'un nouveau courant : la finance comportementale.

La finance comportementale est donc ce courant de la finance qui fait appel aux résultats des travaux en psychologie et sociologie et les applique à la finance afin d'expliquer et guider, et non dicter, le comportement des investisseurs. En pratique, c'est l'étude :

- de comment les opérateurs (investisseurs, emprunteurs,...) prennent leurs décisions et, notamment, de leurs travers de comportement,
- des effets de ces biais comportementaux sur les marchés financiers, sous forme d'anomalies de prix et de rendements.

Derrière ce but académique se profilent donc deux objectifs concrets :

- rendre les investisseurs conscients de leurs travers personnels,

Les éclairer sur les effets sur le marché des travers des divers investisseurs.

L'avantage de la finance comportementale est qu'elle met l'accent sur le fonctionnement de l'esprit humain et le profil psychologique de l'investisseur. Les modèles qu'elle propose font le lien entre les comportements des marchés et la psychologie humaine.

¹⁶ Est le fondateur de la finance comportementale. En 2002, il a reçu le prix Nobel d'économie.

¹⁷ Menés depuis 1979 en faisant appel aux résultats des recherches en psychologie.

SECTION 4 : LA « Finance Comportementale »

La finance comportementale, qui représente un alternatif de la théorie d'efficience des marchés financiers, constitue l'une des plus importantes découvertes. Cette nouvelle discipline a obtenu sa consécration en 2002 avec l'obtention par DANIEL KAHNEMAN, son cofondateur avec AMOS TVERSKY (aujourd'hui décédé), du prix Nobel d'économie.

MANGOT (2004) considère que les apports de cette discipline sont révolutionnaires, ils permettent de mieux comprendre les erreurs récurrentes que faisaient les investisseurs.

Ce nouveau courant de recherche apporte deux principaux développements :

Le premier développement a été porté sur l'élaboration d'une théorie appelée « théorie des perspectives » (KAHNEMAN et TVERSKY (1979)) qui se présente comme alternative à la théorie d'utilité avec la prise en compte de facteurs comportementaux plus réalistes susceptibles de mieux expliquer les agissements des investisseurs.

Le deuxième développement, qui a concerné l'identification des biais comportementaux, permet d'analyser un bon nombre de phénomènes considérés par la théorie de l'efficience comme des anomalies.

En tout état de cause ; l'analyse de ces phénomènes permet d'avoir une nouvelle vision du marché financier et de mieux comprendre ses mécanismes.

I - Les piliers de la finance classique et leur remise en cause par les tests

C'est donc dans le contexte de l'après-krach de 1987 que s'est produite, essentiellement au sein du monde universitaire, la remise en cause du versant « informationnel » de l'EMH. L'ouvrage le plus

représentatif de ce courant est sans nul doute le livre publié en 1999 par Andrei Shleifer¹⁸. Son titre *Inefficient markets* est sans équivoque ; son sous-titre *An introduction to behavioral finance* en fait le manifeste d'un nouveau programme de recherche : la « finance comportementale », en même temps qu'un inventaire critique de la littérature foisonnante déjà consacrée à ce sujet : plus de la moitié des deux cents références bibliographiques qu'il contient sont des articles publiés au cours de la décennie nonante.

La « finance comportementale » est basée sur deux hypothèses complémentaires, qui se démarquent de manière significative des hypothèses qui sont à la base de l'EMH. La première est que certains investisseurs ne sont pas pleinement rationnels et que leur demande d'actifs financiers à risque est affectée par leurs croyances ou leurs émotions, lesquelles ne sont évidemment pas pleinement justifiées par les « fondamentaux » économiques. Dans le jargon des financiers, ces investisseurs sont appelées métaphoriquement des *noise traders*, parce que leurs anticipations sont biaisées par des considérations qui ont un effet similaire à celui des « bruits parasites » dans un phénomène de communication radio-électrique.

La seconde hypothèse de base est que l'arbitrage, activité à laquelle va se livrer la seconde catégorie d'investisseurs, qui sont, eux, pleinement rationnels, est une activité non dénuée de risque et dont l'efficacité est par conséquent limitée.

Avant d'explicitier ces hypothèses et leurs implications, il y a lieu de préciser ce qu'est la technique financière d'arbitrage, ainsi que la nature de ses liens avec l'EMH. On a vu plus haut que l'efficience du marché n'est pas totale, mais que la théorie peut néanmoins trouver un champ d'application si les « imperfections » du marché ne sont pas trop prononcées. C'est précisément le rôle des « arbitrageurs » de ramener les prix temporairement déviants vers leur niveau correct, tel qu'il découle des fondamentaux. Prenons un exemple simple pour illustrer le procédé. Si un titre donné a un substitut parfait, c'est-à-dire un autre titre de même niveau de risque systématique, les deux titres doivent, à l'équilibre du marché, avoir le même prix. Si ce n'était pas le cas, il y aurait en effet une possibilité de réaliser un profit sans risque en réalisant deux opérations simultanées qui consistent l'une à vendre l'actif le plus cher, l'autre à acheter l'actif le moins cher¹⁹. Si tous les investisseurs rationnels procèdent de la sorte, l'excès d'offre sur le premier titre fera baisser son prix, tandis que l'excès de demande provoquera la hausse du prix du second. Sur un marché efficient, les actions conjuguées des

¹⁸ SHLEIFER A. (1999), *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, Clarendon Lectures in Economics.

¹⁹ En l'absence de coûts de transaction (courtages, taxe sur les opérations de bourse, ...), l'arbitrage serait même non coûteux.

« arbitrageurs » ramèneront la stricte égalité des deux prix, et ce d'autant plus rapidement que le marché est plus efficient.

Sur un marché parfait (totalement efficient), ce qui implique que tous les investisseurs appartiennent à la seconde catégorie, tous les titres de même risque systématique auront à tout moment le même rendement, c'est-à-dire le même prix relatif²⁰.

Une définition alternative d'un marché parfait est donc : un marché sur lequel il n'existe aucune opportunité d'arbitrage.

Les marchés concrets ne sont à l'évidence pas des marchés parfaits. En effet, un élémentaire réalisme commande de considérer qu'il existe des noise traders.

Toutefois, s'il se produit un volume suffisant d'opérations d'arbitrage, les « bruits parasites » peuvent être neutralisés, et la « vérité des prix » peut donc être rétablie.

Si, par contre, on se trouve dans une phase de « bulle spéculative », c'est-à-dire dans un épisode boursier (plus de deux ans pour la « bulle » qui a précédé le krach de 1987, plus encore pour l'euphorie de la fin du XXe siècle²¹) durant lequel la quasi-totalité des actions sont à l'évidence lourdement surévaluées, il n'existe pas de titre ni même de portefeuille de substitution pour une classe entière d'actifs. Il n'y a dans ce cas pas de substitut parfait disponible et l'arbitrage n'est plus une activité sans risque. Le risque est même multidimensionnel, notamment en raison du fait que le moment où la bulle va « éclater » est largement imprévisible. Supposons un gérant de fonds de placement qui, au printemps de 1986, aurait acquis la conviction que le marché des actions était lourdement surévalué et aurait adopté la stratégie théoriquement adéquate en pareil cas, qui est de vendre à découvert sur le marché à terme les titres surévalués. En effet, la vente à découvert consiste à vendre de manière ferme et définitive, au prix du jour, mais avec une date de livraison différée (en général, d'un mois) des titres qu'on ne possède pas encore.

Si l'anticipation de baisse se réalise avant l'échéance convenue, il suffit d'acheter à ce moment les titres à un prix inférieur au prix convenu que devra payer la contrepartie au moment de la livraison ; on réalise ainsi un gain égal à la différence des deux prix, sous déduction des frais de transaction. Ces derniers constituent une deuxième source de risque : si la baisse n'est pas assez prononcée, la différence nette sera négative.

²⁰ On se rappellera que le rendement est un taux d'intérêt ajusté pour le risque systématique. Comme tout taux d'intérêt, il détermine donc le prix à payer pour disposer d'un montant donné de capital financier durant une période

²¹ Les « bulles » qui affectent les marchés d'actions sont presque toujours, sinon toujours des dérives haussières. Il n'en va pas de même sur les marchés de change.

Si la baisse ne s'est pas produite à l'échéance du contrat, il est possible de reporter l'opération pour une période (mensuelle) supplémentaire, moyennant nouveaux frais de transaction. Si notre gérant avait persisté dans cette stratégie jusqu'à ce que la bulle éclate, il aurait dû effectuer une quinzaine de reports ce qui lui fait rapporter à chaque évaluation trimestrielle des rendements négatifs, tandis que ses collègues qui accompagnaient le mouvement exhibaient à chaque fois de plantureux rendements de 15 à 20 % sur base annualisée. Le scénario le plus probable, pour ne pas dire certain, est qu'il aurait été « viré » avant la fin de 1986.

Soumis à cette troisième source de risque, que d'aucuns ont appelé « risque concurrentiel », les gestionnaires d'OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières) n'ont guère d'autre choix comportemental que celui des moutons de Panurge.

On a ainsi caractérisé les trois principaux risques qui affectent en réalité les opérations d'arbitrage. Certains auteurs font encore un pas de plus, en avançant de manière plausible que les « arbitrageurs » peuvent ne pas être à même de déterminer avec précision la valeur fondamentale, et se trouver par conséquent incapables, dans de multiples circonstances, d'interpréter correctement les signaux-prix du marché, c'est-à-dire de déterminer si un changement de prix observé provient d'une mésestimation de la valeur du titre ou est au contraire un ajustement rationnel à une modification des fondamentaux de celui-ci.²² De nombreuses études statistiques montrent en effet que nombre de changements de prix ne sont ni un ajustement aux fondamentaux macro-économiques, ni une réaction à une information nouvelle relative à l'émetteur du titre, et que ces phénomènes sont beaucoup trop fréquents pour être tous attribuables à des « délits d'initié », c'est-à-dire à l'utilisation abusive d'insider information, information connue d'un petit nombre de personnes (dirigeants, administrateurs, consultants, ...) et non encore rendue publique.

Cette mise en doute de la capacité des marchés d'actions à refléter les valeurs fondamentales constitue une contestation beaucoup plus radicale de l'EMH, en ce qu'elle met en doute les capacités cognitives de l'ensemble des investisseurs et sape donc dans son fondement l'hypothèse d'anticipations rationnelles.

La position de repli de la majorité des tenants de la behavioral finance a été non pas de nier purement et simplement ces « imperfections », mais d'en proposer une interprétation mitigée. Certes, il existe des noise traders, des investisseurs qui réagissent à des conseils intéressés de courtiers²³ ou aux

²² Dès 1986, L.H. SUMMERS avait posé dans le Journal of Finance (vol. 41, n° 4) la question de confiance : « Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values ? »

²³ Dont le métier consiste à « vendre du papier ». C'est pourquoi il est extrêmement important d'établir dans les institutions financières multifonctionnelles une « muraille de Chine » entre les départements de gestion patrimoniale, d'une part, et les départements de trading (achat et vente de valeurs mobilières pour le compte de l'institution elle-même) et les

vaticinations de « gourous », ou encore appliquent des « recettes de cuisine » (popular models) sans aucun fondement économique. Mais il existe par ailleurs des investisseurs « raisonnablement rationnels », qui à la fois ont une idée assez précise de la nature des fondamentaux et de l'impact sur les prix des changements que ceux-ci subissent, mais aussi des réactions pas toujours adéquates à la survenance d'informations nouvelles. Pour utiliser un vocable qui a valu quelque notoriété à notre compatriote

Werner De Bondt²⁴, les marchés d'actions ont, par exemple, une tendance marquée à l'overreaction : la grande majorité des investisseurs réagit de manière trop optimiste aux bonnes nouvelles, et de manière trop pessimiste aux mauvaises, la correction s'opérant plus ou moins rapidement selon le degré d'efficience du marché.

Pour reprendre le jargon de la méthodologie statistique, cette manière de poser le problème constitue une « forme faible » de l'hypothèse d'efficience.

On pourrait objecter que les investisseurs qui « font n'importe quoi » vont prendre des décisions qui peuvent être considérées comme des phénomènes purement aléatoires, dont les effets vont se neutraliser les uns les autres. La résultante de toutes les décisions prises simultanément par les noises traders pourrait donc fort bien ne pas être une déstabilisation du système de prix. Les défenseurs inconditionnels de la « forme forte » de l'hypothèse d'efficience ont prétendu que cette situation est de très loin la plus vraisemblable. Les tenants de la finance comportementale ont trouvé à cette thèse des contre-arguments forts dans des travaux de psychologie expérimentale, prolongés par des travaux d'« économie expérimentale

». Ce dernier courant de recherche, très minoritaire en économie quoique récemment couronné par un prix Nobel, et qui consiste à reconstituer en laboratoire des situations très similaires, sinon strictement identiques aux conditions réelles de marché, a notamment démontré que l'efficacité d'un dispositif – définie en l'occurrence comme sa capacité de produire des résultats conformes à un modèle théorique préétabli – tient beaucoup moins à la présence d'un grand nombre de participants²⁵ qu'au caractère adéquat des « règles du jeu » et à la capacité du régulateur de les faire respecter. Le trait commun à tous les contre-arguments invoqués par les « behavioristes » est que les sujets des

départements de conseil aux entreprises émettrices, d'autre part. On conçoit sans peine qu'il est extrêmement difficile pour les autorités de régulation de contrôler l'existence et l'effectivité de tels dispositifs.

²⁴ DE BOND T W.F.M. & THALER R.H. (1985), « Does the Stock Market Overreact ? », Journal of Finance, vol.40, n° 4.

²⁵ Les spécialistes reconnaîtront au passage la fameuse hypothèse d'« atomicité », longtemps considérée comme une des conditions de possibilité essentielles du modèle théorique de la concurrence parfaite : le volume de transaction de chaque participant doit être à ce point faible qu'il ne puisse exercer à lui seul de pression sur le prix d'équilibre, ce qui implique la présence simultanée d'un très grand nombre de participants.

expériences de psychologie en laboratoire ont une tendance marquée à commettre les mêmes erreurs. L'apprentissage progressif des éléments d'une situation, et les succès qu'en conséquence ils enregistrent en proportion croissante tendent à provoquer chez la majorité d'entre eux un excès de confiance. Ils ont également tendance à extrapoler, c'est-à-dire à considérer de manière assez mécanique que les évolutions futures reproduiront à l'identique celles du passé. Enfin, et pour nous limiter aux exemples les plus démonstratifs, la majorité d'entre eux surpondère dans ses raisonnements les informations récentes par rapport aux informations plus anciennes, même si celles-ci ont assez manifestement un caractère plus fondamental.

Toutes ces considérations rendent fort vraisemblable l'affirmation, très difficile, sinon impossible à vérifier directement, qu'il y a à tout moment un contingent suffisamment nourri de noise traders pour perturber significativement le système de prix, et cela en dépit du fait que la rotation au sein de ce contingent soit vraisemblablement assez rapide. En effet, certains opérateurs disparaissent définitivement parce que ruinés ; d'autres se retirent temporairement après une « mauvaise série », puis, se rappelant les séries parfois longues de réussites successives qu'ils ont connues autrefois, ils reviennent au jeu – tout comme les habitués des casinos

– pour « se refaire », en se promettant bien de s'arrêter à temps cette fois ... Sans parler, bien entendu, du flot continu de nouvelles recrues, dont le dernier avatar est le day trading, nouveau sport en chambre qui, comme son nom l'indique, consiste à tenter de réaliser des plus-values en l'espace d'une seule journée.

Le caractère perturbateur du noise trading apparaît plus clairement encore lorsqu'on prend en considération ce qu'on pourrait appeler l'effet pervers de l'EMH.

En effet, dans la mesure où le marché est efficient, il est impossible de le battre, c'est-à-dire de réaliser un rendement supérieur à celui que commande, à l'équilibre du marché, le bêta du portefeuille. Ceci constitue un argument très convaincant en faveur de la stratégie dite de « gestion passive », qui consiste à former un portefeuille qui soit un substitut aussi proche que possible du « portefeuille de marché », portefeuille de référence qui contiendrait effectivement tous les titres traités sur le marché en proportion de leur capitalisation boursière²⁶. Plus grande sera la proportion des investisseurs qui adoptent ce type de stratégie, plus grand sera l'effet perturbateur des décisions des noise traders. Cet effet perturbateur sera aussi d'autant plus grand que les risques qui affectent les opérations d'arbitrage seront plus élevés et dissuaderont par conséquent davantage de candidats «

²⁶ Seuls des fonds de placement dont la capitalisation atteindrait plusieurs milliards de dollars ou d'euros peuvent envisager de détenir un tel portefeuille. Ils sont une infime minorité à le faire. Les autres grands fonds « passifs » construisent, sur une base raisonnée ou statistique, un échantillon représentatif dont les mouvements épousent aussi étroitement que possible ceux de l'indice de marché, d'où le nom de fonds indiciaires (*index funds*) qui leur est donné.

arbitrageurs ». Si les deux catégories d'investisseurs actifs, noise traders et « arbitrageurs », sont en faible nombre, il ne suffira pas à ces derniers de consacrer du temps et de l'argent à prédire les initiatives des premiers. Il leur faudra aussi, pour rentabiliser leurs initiatives, adopter à leur égard une attitude proactive et créer des quantités additionnelles des types de titres dont ceux-ci sont friands.

Comme leur aversion à l'égard du risque les amènera à limiter les moyens qu'ils consacreront à leur activité d'arbitrage, ils devront renoncer à diversifier de manière optimale leur portefeuille d'arbitrage et pratiquer la stratégie active dite de stock picking, c'est-à-dire se concentrer sur un nombre restreint de titres. Cette façon de procéder non seulement accroît encore le risque qu'ils courent mais rend leur comportement difficile à discerner de celui des noise traders eux-mêmes !

La tendance à extrapoler, dont on a dit plus haut qu'elle est un trait commun à de nombreux investisseurs, les amène à adopter ce qu'on appelle dans le jargon technique des stratégies de positive feedback, c'est-à-dire à acheter quand les prix montent et à vendre quand les prix baissent²⁷. Quand une proportion relativement élevée des investisseurs adopte ce type de comportement, l'attitude la plus judicieuse pour les « arbitrageurs » consiste non pas à les contrer, mais à adopter la stratégie de Soros : « prendre le train en marche » et à profiter de leurs capacités supérieures de timing – c'est-à-dire d'anticipation des renversements de tendance boursière – pour le quitter à proximité du pic, tandis que la masse des autres investisseurs continuent à acheter et ne revendront qu'au moment où ils en viendront à considérer le mouvement de baisse comme irréversible. De nombreux spécialistes considèrent que cette attitude spéculative contribue lourdement à l'amorçage des « bulles ».

Maximisation de l'espérance d'utilité

Hypothèse d'absence d'opportunité d'arbitrage



Mais des tests empiriques
ont montré les limites de
cette théorie de la parfaite
Rationalité des acteurs.

Fondements de la FC

Marchés inefficients

Agents non totalement rationnels

Existence d'anomalies de prix ou de rendement



Oui, et la mise en cause de ces théories
classiques qui a permis la naissance de la
finance comportementale

II - Historique de la finance comportementale

Précisément l'histoire débute à la fin des années 1960, alors que les deux compères DANIEL KAHNEMAN et AMOS TVERSKY (psychologues à l'université hébraïque de Jérusalem) réfléchissent, à la demande d'instructeurs de l'armée de l'air israélienne, sur la meilleure façon de motiver les jeunes pilotes à l'entraînement.

A l'époque, les instructeurs s'élevaient notamment contre la sagesse populaire qui prétend que l'encouragement donne de meilleurs résultats que la punition.

Ils avaient en effet remarqué que les pilotes qui se faisaient réprimander après un mauvais vol s'amélioraient la fois suivante alors que ceux qui recevaient des félicitations après un vol réussi tendaient à être moins performants le vol d'après. Pour eux le lien était évident et la conclusion aussi. En fait, ils ignoraient (ou oubliaient d'appliquer) le concept statistique élémentaire de régression vers la moyenne.

Quand quelqu'un réalise une performance très en dessous de son niveau, la probabilité qu'il s'améliore au prochain coup est très importante. Et inversement celui qui a réussi exceptionnellement bien a de grandes chances de moins bien réussir la fois suivante. Cela ne veut pas dire que la conclusion des instructeurs soit nécessairement fausse ; il faudrait faire des testes pour s'en assurer. Ce qui est sur c'est que le raisonnement qui les a conduit à cette conclusion est fallacieux : les faits observés peuvent très bien s'expliquer sans faire intervenir les méthodes de motivation.

C'est à partir de ce moment que les deux chercheurs n'ont plus cessé de s'intéresser aux « heuristiques » de jugement, c'est-à-dire aux règles non écrites qui permettent aux individus de se faire un avis rapidement et de prendre une décision.

Ils l'ont fait en Israël puis aux Etats-Unis où leurs recherches ont enfin trouvé l'écho qu'elles méritent, KAHNEMAN enseignant à Princeton et TVERSKY à Stanford jusqu'à sa mort en 1996.

La façon novatrice d'aborder les comportements économiques qu'ils ont initiés s'est diffusée durant la dernière décennie au domaine de la finance où la recherche dispose désormais d'un courant comportementaliste très dynamique. La finance comportementale permet notamment d'éclairer ce qui motive les décisions des investisseurs.

III. Emergence de la finance comportementale

La confrontation des points de vue de la finance et de la psychologie a donné naissance à un nouveau courant de recherche qui est la finance comportementale.

Plusieurs chercheurs ont longuement considéré que la psychologie joue un rôle clé dans la détermination et l'analyse du comportement des marchés. En effet, l'idée la plus répandue dans ce domaine, estime que l'étude de la psychologie et des autres sciences sociales, peut aider à éclairer et à analyser l'efficience des marchés financiers. Cela permet de comprendre plusieurs phénomènes, comme les anomalies de la bourse, les bulles des marchés et les crashes.

Cependant, c'est seulement dans les 70 que des études et des recherches se sont concentrées sur ce problème. PAUR SLOVIC (1972), dans un article sur la perception du risque par l'individu, et AMOS TVERSKY et DANIEL KAHNEMAN (1974, 1979), dans leurs articles sur la structure des décisions à prendre, ont joué un rôle important à ce sujet.

Même s'il existe plusieurs définitions de la finance comportementale, un lien considérable les lie. THALER (1993) définit la finance comportementale comme une simple « ouverture d'esprit », c'est-à-dire que pour trouver une solution à un problème empirique (financier), il est nécessaire de déterminer l'état ou la situation dans laquelle certains agents, appartenant à l'économie, agissent d'une façon moins importante que l'ensemble des agents rationnels.

LINTNER (1998) définit la finance comportementale comme l'étude du comportement de l'individu, quand il analyse et agit en présence de décisions d'investissements.

OLSEN (1998) affirment que la finance comportementale, n'a pas pour objectif de définir un comportement rationnel ou une décision d'étiquette, mais elle cherche à comprendre et à prédire les implications systématiques et financières liées au marché, et au processus psychologique de prise de décision.

Il est important de noter qu'il n'existe pas une théorie unifiée de la finance comportementale en ce moment. OLSEN (1998) indique que dans la plus part des propositions qui existent dans la littérature, la manière d'identifier les décisions comportementales montre qu'il est préférable d'avoir, dans le comportement du marché financier, des effets systématiques.

SHILLER (2003) indique que « The collaboration between finance and other social sciences that has become known as behavioral finance has led to a profound deepening of our knowledge of financial markets »

MANGOT (2004) affirme que la finance comportementale, née de la confrontation des points de vue de la psychologie et de la finance, s'efforce de jeter la lumière sur ce qui motive les décisions des investisseurs ; elle rend compte de la façon dont les émotions viennent interférer dans leurs décisions.

VI - Les limites de la FC

La finance ou économie comportementale est un domaine parfois qui n'est encore considéré totalement scientifique ni pratique. Il a certaines faiblesses, étant encore trop obnubilé par des concepts se référant aux déviations mentales (but thérapeutique ou chasse aux sorcières ?) et de façon peut-être plus réductrice aux réactions à l'information. Voici quelques considérations sur ces deux aspects :

Les anomalies par rapport à la théorie financière standard, donc en donnant une importance absolue à ses concepts de "normalité" que sont la justesse des anticipations monétaires de rentabilité et risque, des critères sans doute réducteurs par rapport aux réalités:

- Qu'en est-il de l'incertitude comme concept plus large que le risque statistique?
- Plus important, qu'en est-il des rentabilités non monétaires, qui peuvent aussi avoir leur degré de légitimité ?

Telles que l'empathie, la peur, le pouvoir, les défis humains, la recherche d'expériences et de connaissances, et des myriades d'autres buts.

Les réactions aux événements (sous-réaction, surreaction...).

- Qu'en est-il de l'observation du comportement des acteurs quand il ne se passe rien au niveau des événements et des nouvelles...

...à part du "bruit" de fond (bavardages de médias, rumeurs de marché, blablas de conseillers et d'experts...) ?

Il reste beaucoup de choses à observer et étudier dans ces domaines, et plus généralement concernant ce que les sciences sociales voient comme raisons, processus et effets de la "prise de décision".

On peut douter que cela puisse être un jour un domaine de connaissances complètement prédictif (les incertitudes ne disparaîtront pas), autrement que pour aider à recenser l'éventail des scénarios entre lesquels les décideurs opteront.

Peut-être n'arrêterons-nous jamais d'apprendre de plus en plus de choses sur l'être humain et les sociétés humaines, une quête commencée il y a plusieurs milliers d'années !

V - De nouvelles théories comportementales

La théorie des perspectives

Kahneman et Tversky (1979 et 1992)

« Réaction différente aux perspectives qui suivraient
La matérialisation de leurs gains ou leurs pertes »



Prise en compte de l'aversion aux pertes et de la richesse
Initiale des agents dans leur prise de décision

La théorie SP/A -Sécurité -Potentiel -Aspiration

Lopes (1987)

« Les décisions des agents sont guidées par
Deux sentiments : la crainte et l'espoir »



À partir d'un certain seuil de richesse, l'agent est prêt
À prendre plus de risque

La théorie comportementale du portefeuille

Shefrin et Statman (2000)

« Les individus évaluent des perspectives risquées à
partir de changement de richesse qu'elles induisent
plutôt que par rapport aux niveau absolu de richesse
atteints »



Détenir un portefeuille sans risque et un titre ayant des caractéristiques
d'une loterie

Chapitre II : les erreurs de raisonnement et travers de Comportement

SECTION 1 : Les biais cognitifs individuels (Psychologie financière)

Nous, les humains, sommes soumis à des erreurs cognitives individuelles, tant dans la conduite de notre vie en général que par rapport à l'argent. Voici les principaux types d'anomalies cognitives:

I - Les simples manques d'attention / de connaissance

Pour commencer, les perceptions peuvent être trompeuses, au niveau sensoriel. L'être humain n'est pas très bon pour observer et recenser des faits, même pour les choses simples, et bien plus dans celles complexes et mouvantes.

Les décideurs ne connaissent souvent mal le sujet et la situation qu'ils abordent. Ils négligent souvent de les creuser et de repérer les insuffisances et incohérences.

Les représentations mentales ne peuvent pas correspondre totalement aux réalités. Il y a souvent une mauvaise réaction à l'information et a du mal à mesurer le fameux rapport "gain ;/ risque" de Sharpe.

Exemples de ces rationalités limitées / bornées :

► **L'ancrage mental** (ou fixation mentale) : les gens, et entre autres les opérateurs en bourse, ont à l'esprit quelques points de référence.

C'est souvent un nombre (un prix ancien, par exemple celui de l'achat ou un sommet boursier, ou une ancienne estimation). Il bloque leur esprit pour apprécier l'incidence de nouveaux événements et nouvelles situations.

Cela peut être lié, entre autres causes, à une mémoire sélective, par exemple un cours d'action précédent, ou une tendance de cours précédente.

Il peut aussi y avoir dissonance cognitive : les gens tendent à rejeter les faits contraires à leurs croyances / idées préconçues, habitudes²⁸ et à s'intéresser plutôt à ce qui semble les confirmer (attention sélective) ou les interpréter comme allant dans ce sens.

=> De ce fait, quand arrive une nouvelle information, ils ajustent trop timidement ces références (sous-réaction, conservatisme, résistance au changement, biais de statu quo). Plus tard, une fois ces informations peu à peu confirmées, ils se laissent emporter par le courant et les ajustent trop fort, par de brusques coups de volant (sur-réaction).

- D'autres sources d'excès, d'insuffisances et d'erreurs sont les simplifications et généralisations heuristiques / la vision tunnel / les habitudes.

=> On a affaire à des décisions en "pilotage automatique" prises à la légère basées sur des règles simplifiées de décision (dont il faut reconnaître qu'elles permettent d'économiser du temps, des

²⁸ Les habitudes ne peuvent pas être classées complètement comme des biais cognitifs ou émotionnels. Ce sont des réponses physiques automatiques. Même si la cognition (chemins neuronaux) et l'émotion (souffrance et plaisir) sont impliquées dans les habitudes, celles-ci peuvent être considérées comme des biais comportementaux quasi purs.

efforts, des dépenses) se basant sur un trop petit nombre de concepts, de données, sur des stéréotypes, des ancrages mentaux et des habitudes et routines.

Les heuristiques sont multiples, Ce sont des simplifications, approches sélectives, généralisations, stéréotypes, "recettes de cuisine", réductionnismes voire paradigmes communs. Citons notamment l'heuristique de représentation (on part d'un phénomène et on le considère représentatif d'une notion ou d'une loi générale) et celle de disponibilité (on part de la première chose que l'on aperçoit ou que l'on imagine).

- Le framing (cadrage du sujet / du problème) est un phénomène clé lui aussi associé à l'étroitesse d'esprit.

La plupart des gens sont sensibles à la façon dont un sujet est formulé / leur est présenté - ou dont ils se le représentent eux-mêmes sans chercher plus loin (se centrant sur leur type / habitude d'approche personnelle, là on rejoint l'heuristique).

Par exemple, quelque chose de présenté à un client comme coûtant trois euros par jour peut sembler moins cher qu'à 1095 euros l'année ...ou 10950 euros à l'achat à amortir sur 10 ans.

- La surcharge cognitive (les investisseurs ne savent pas marcher et mâcher leur chewing-gum en même temps)

Elle aussi peut expliquer la tendance à rester ancré sur de vieux faits et croyances, pour suivre les fausses pistes les plus apparentes (voir ci-dessous la «rationalisation»et rejeter les signaux faibles.

- Concernant le passé, une mémoire courte et concernant le futur un horizon de temps limité (au court terme)

- Des erreurs de logique (sophismes, syllogismes, confusion sur les causes et effets, généralisations, raisonnements trop binaires et réducteurs...).

Et aussi une trop grande confiance dans des chiffres (comptables, statistiques) et de modèles mathématiques ou graphiques sans les replacer dans le contexte économique, et mal adaptées aux événements exceptionnels et situations nouvelles.

II - L'excès de confiance

Fait que les individus surestiment leur information (illusion de connaissance) et leurs capacités. Chacun croit pouvoir battre le marché.

Le cas extrême est la pensée magique, par laquelle certains pensent influencer les événements ou que le ciel leur envoie des signes.

Cette attitude nombriliste, couplée à l'ancrage:

- Explique les divergences de vues,

- Aide ainsi à ce qu'il y ait des contreparties d'offre et de demande sur le marché même quand le mimétisme est fort, si bien qu'il y a (presque toujours de la liquidité.
- Mais explique aussi les convergences mimétiques qui peuvent mettre en échec l'HEM (voir page d'introduction),
- Conduit à gonfler le volume d'échanges entre investisseurs (overtrading), et à provoquer une volatilité exagérée.

=> Il a été constaté une corrélation entre overtrading et sous-performance pour des gérants de fonds, et plus encore pour de nombreux spéculateurs. Un autre facteur important menant à cette suractivité est l'ennui, qui peut mener à un comportement de joueur.

- Peut produire un type de "malédiction du gagnant" :

Par exemple, un trader, ayant compris comment exploiter le comportement actuel du marché, s'habitue à gagner de plus en plus. Il prend alors de plus en plus de risques. Puis un changement de comportement du marché (crash inattendu par exemple) anéantit tous ses gains et au delà.

III - La rationalisation

(S'enfermer dans des explications apparentes immédiates) conduit à trouver une explication sous forme d'une analogie; une histoire rationnelle ou toute autre rhétorique :

- Certaines de ses propres actions, même irrationnelles (on se trouve une bonne raison justifiant une compulsion à acheter ou vendre)
- Certains événements, même d'origine peu claire (on trouve une explication à la hausse ou à la baisse du marché, ce qui tend à auto-entretenir la tendance).
- Toute source possible de responsabilité: nous avons ici:

* l'attribution : trouver un coupable immédiat (diabolisation) ou un héros (déification) selon le sens de l'évènement.

* ou l'auto-attribution, liée à l'excès de confiance : croyance que les coups de chance viennent de ses propres talents).

IV - L'erreur rétrospective

Affecte des personnes ayant oublié leurs évaluations initiales. Quand ils voient les résultats, ils tendent à les utiliser comme ancrage et à considérer que leurs évaluations étaient très voisines.

SECTION 2 : Les erreurs cognitives de groupe / Collective/ sociales (psychosociologie)

Financière) ²⁹

Voici les principales erreurs pouvant contaminer tous les acteurs financiers, ou du moins quelques types dominants d'investisseurs :

I - Des dénominateurs communs simplistes

Le comportement social se base habituellement sur des croyances / conventions / normes / paradigmes communs, et des "memes" (lieux communs). On peut y ajouter des biais culturels, qui conduisent à une connaissance orientée et limitée.

Cet "apprentissage social", par imitation, peut concerner toute la population, ou certaines sections seulement (influence des pairs, effet de voisinage, pensée de groupe). Ces influences ont leurs conséquences bonnes et mauvaises, et souvent leur nécessité. Mais dans bien des cas, elles limitent l'indépendance d'esprit des individus et aboutissent à des erreurs communes quand elles sont admises aveuglément.

Pour donner un exemple quasi anodin, elles conduisent, en obnubilant l'esprit, à sous-estimer les signaux faibles, comme vus ci-dessus.

II - Les anticipations mimétiques rationnelles

Cette sorte de feedback (rétroaction) soit négative (quand la réaction / anticipation est auto correctrice et compense l'évènement initial) ou positive (quand elle le renforce : cercle vicieux ou vertueux) est un biais, et en même temps pas un biais. Il peut être payant pour l'investisseur de suivre la tendance bien que cela la renforce (cascades informationnelles, percolation), mais en prenant le risque qu'un jour elle se retourne.

On peut mesurer ces anticipations par l'observation "dans la rue", ou mieux, avec des sondages sur le consensus. L'étude comportementale considère en général que quand 80 % ou plus des individus sont optimistes ou pessimistes, la fin de cette tendance est proche, car il devient difficile d'en convaincre de nouveaux, et toute défection peut amorcer un renversement de tendance.

III - Les manipulations

Les manipulations sont déjà possibles de personne à personne. Elles prennent une nouvelle dimension sur les marchés, les groupes et les foules étant bien plus influençables que les individus isolés. Autant la confiance est indispensable pour la vie en commun autant il y a peu de limites à la crédulité humaine surtout en groupe ou société.

IV - L'obéissance à l'autorité

²⁹ <http://pagesperso-orange.fr/pgreenfinch/f-bf2.htm>

Les gens acceptent facilement l'obéissance à l'autorité, même celle apparente. Une forme douce, le vedettariat / star system, se retrouve dans bien des domaines.

- Les sociétés et leurs dirigeants jouent de plus en plus le jeu de la médiatisation.

On estime que 40 % du temps d'un PDG est consacré à la communication. Une bonne chose en soi, mais la propagande et le star system ne sont parfois pas loin.

- Les dépositaires d'un pouvoir économique (par exemple les présidents de banques centrales) sont sans cesse épiés et leurs mots et gestes sont interprétés à l'excès.

- Certains analystes, journalistes et experts acquièrent un statut de gourou.

Qui (sauf quelques croyants tièdes, comme nous, cyniques de la B-F :-) et autres hérétiques, dissidents et contrariants endurcis), ira vérifier les info ou conseils donnés? Qui dira que le roi est nu et la terre non plate, et ira jusqu'à prendre la décision extrême (bien qu'il ne soit pas facile de trouver le bon moment) consistant à faire défection ou agir contre la tendance quand il apparaît nécessaire de sauver sa peau ?

SECTION 3 : Les diverses émotions / passions, Individuelles et collectives³⁰

Les émotions et sensations jouent souvent un très grand rôle dans la prise de décision, comme l'ont montré les recherches en neurosciences. Emotion ne veut pas dire systématiquement irrationalité, les émotions sont mêmes utiles pour pousser à agir et éviter la passivité. Mais elles peuvent être mal contrôlées par la raison.

Les émotions tournent autour des deux pôles qui sont le plaisir et la souffrance qui entrent en jeu dans des zones du cerveau précises. Elles interfèrent dans le processus de décision, par exemple en se

³⁰ <http://pagesperso-orange.fr/pgreenfinch/f-bf2.htm>

traduisant par des attitudes d'aversion et d'attrance. Voici des types courants d'émotions impliquées dans les décisions financières :

I - la cupidité et la peur

- La cupidité (en tant qu'espoir / optimisme excessif), l'amour propre (voire l'ego et l'orgueil), l'amour, l'admiration, l'enthousiasme,
- La peur, le dédain, la haine
- Bien d'autres, dont l'effet sur le marché fait peu à peu l'objet de recherches poussées.
- Même la cupidité, la peur, et la simple aversion au risque peuvent être biaisées ("théorie de la perspective" de gains et pertes).

On recense des erreurs asymétriques dans l'aversion au risque dans les "paradoxes". Non seulement quand la peur règne en bourse, mais aussi en période normale, l'aversion pour la perte est plus forte que l'appétit à saisir les occasions de gain. Cela peut expliquer pourquoi :

- En général les gens considèrent plus utile d'éviter de perdre une somme qu'avoir la perspective de gagner la même somme (théorie des perspectives).

Ils se focaliseront sur une décision qu'ils imaginent pouvoir redresser une perte (quitte à prendre le risque de l'aggraver) plutôt que d'en prendre une qui leur permettrait d'améliorer un gain.

Ils préfèrent ainsi vendre les titres gagnants de leur portefeuille plutôt que ceux qui sont en perte. L'aversion à matérialiser la perte est supérieure à l'aversion au risque (celui qui est pris en restant accroché au titre). Ce n'est souvent qu'après que les titres perdants ont chuté longuement et fortement que la peur l'emporte, et qu'ils vendent au plus bas.

D'autres raisons sont l'engagement (voir ci-après) l'amour-propre, le souci de minimiser le regret ultérieur, etc.

- La panique peut se propager plus vite que l'euphorie, avec chutes de prix rapides et massives (crash), effondrement de la liquidité et volatilité (agitation des cours) plus forte sur le sentier de descente que durant la montée.

II - Engagement / doigt dans l'engrenage / pied dans la porte

- Quand quelqu'un accepte ou décide de faire une première petite chose, ou simplement d'écouter quelqu'un, il se sent désormais engagé vis-à-vis de lui-même ou des autres. Il acceptera ainsi plus facilement d'aller un pas (puis plusieurs pas) plus loin.
- Du même ordre est le fait qu'on donne plus de valeur aux choses ayant coûté cher en efforts et ressources qu'à celles obtenues facilement.

Tout cela contribue à la réticence à vendre en perte et à la pratique des moyennes en baisse. Il peut même y avoir une aversion à la vente, par attachement sentimental ou impression que le fait de se séparer d'un bien est une perte de richesse et que le prix de marché ne reconnaît pas sa vraie valeur.

- Cela peut conduire à l'entêtement par orgueil (persister dans une conduite pour ne pas admettre une erreur et ne pas perdre la face),

- Cela peut même mener à la dépendance et l'addiction (incapacité d'abandonner une conduite dommageable)

- L'effet de possession est lié à cela:

Quand quelqu'un détient une chose il a tendance à la surestimer et n'acceptera pas de le vendre au prix du marché.

III - Psychologie sociale

Psychologie sociale (comportements de groupe et de foule), émotions et hystéries collectives.

Ou plus spécifiquement le sentiment de marché.

Comme vu plus haut au sujet des anticipations mimétiques, les gens ont une tendance au conformisme de pensée avec :

- Les gens dont ils sont proche (pression des pairs),
- Les groupes dont ils font partie (pensée de groupe),
- La masse des autres acteurs (suivisme, consensus de marché).

Cela va contre l'indépendance d'esprit et une totale rationalité et peut mener à des comportements extrêmes et, sur les marchés financiers, à de fortes anomalies.

Dans un groupe ou une foule, les individus tendent à perdre leurs propres références, valeurs et inhibitions. Ils partagent les émotions collectives, et se laissent entraîner à agir comme l'ensemble, allant jusqu'à commettre des excès qu'ils n'auraient pas commis individuellement.

Cela produit un mimétisme plus ou moins exalté (moins "rationnel" que les cascades mentionnées plus haut), un instinct de troupeau. En bourse, il conduit à des :

- Modes et lubies (formes douces),
- Bulles et krachs (formes fortes)

SECTION 4 : Biais inclassables et précautions Pour investisseur

I - Biais inclassables: pilote automatique

Certains biais ne sont pas tout à fait classables comme cognitifs ou émotionnels, ce sont ceux qui correspondent à des automatismes individuels quasiment physiques ou liés à des pratiques collectives quasiment institutionnalisées.

- Au niveau des individus : réflexes, habitudes, addictions
- Au niveau des sociétés humaines : conventions, règles et rites.

II – Les précautions pour investisseurs

Pour faire court, voici quelques exemples de comportements dont l'investisseur devrait se méfier (entre nous, cela s'applique également dans bien d'autres domaines de la vie où l'on doit prendre des décisions):

Comportement	Précautions
1 – Activité	Eviter tant l'immobilisme que l'hyperactivité
2 - Réaction (sous réaction / surréaction)	Ajuster ses analyses et décisions aux nouvelles données et situations
3 - Ancrage / fixation / habitude	Ne pas rester mentalement ancré sur d'anciennes références
4 - Cadrage, heuristique	Eviter les interprétations étroites et simplifications exagérées
5 - Erreur, inattention	Réviser les connaissances et croyances erronées
6 - Attitude - Aversion	Eviter des attentes biaisées de plaisir / souffrance consécutives aux décisions

7 - Emotion	Eviter la domination des émotions (espoirs, peurs, etc.) sur la raison
8 - Imitation, manipulation	Se méfier des influences collectives (modes...) sur nos décisions
9 - Pensée magique	Se méfier des croyances et attentes illusoires
10 - Orgueil	Ne pas être aveuglé par son ego (excès de confiance en soi ou ...peur de perdre la face)
11 - Préférences	Avoir des priorités claires et cohérentes
12 - Débiaisage	Essayer de repérer, utiliser ou de se protéger des anomalies de prix

SECTION 5 : Simplification des travers Comportementaux

I – Schéma récapitulatif

Basée sur l'idée qu'une « pénalité » mentale associée à une perte donnée, est plus importante qu'une « récompense » mentale dû à un gain de la même valeur

L'aversion à la perte

L'ancrage mental

Les gens, lors de la formation de leurs jugements et la fixation de leurs prévisions, ont généralement tendance à se rattacher à des points de référence gardés au tréfonds de leurs esprits.



Biais émotionnel

II - Le biais émotionnel

Le champ de la finance comportementale a connu ces deux dernières décennies une expansion et un développement important. En effet, ce domaine englobe à la fois des concepts de psychologie et de finance. Il a pour but la construction d'un modèle plus détaillé du comportement de l'investisseur.

Ce nouveau courant de recherche a proposé ainsi des biais émotionnels relatifs aux émotions des investisseurs qui sont principalement l'aversion à la perte et la confiance excessive.

La littérature de la psychologie de l'investisseur a considéré la théorie de la perspective, qui a été proposée par KAHNEMAN et TVERSKY (1979), comme un modèle descriptif et pertinent de la prise de décision dans une situation caractérisée par l'incertitude et le risque.

En outre, cette théorie a été à la base de l'émergence de la notion d'aversion à la perte de l'investisseur, qui stipule que les individus sont beaucoup plus sensibles aux pertes qu'aux gains. En

plus, les investisseurs répondent différemment à des situations équivalentes, et ce en fonction de l'état de l'investisseur : soit dans un contexte de gain ou de perte.

La confiance excessive constitue l'un des biais comportementaux les plus traités en littérature.

Dans leurs travaux portant sur le comportement des investisseurs, DE BONDT et THALER (1995) déclarent le fait que les individus aient un excès de confiance comme l'une des caractéristiques les plus pertinentes dans la psychologie des jugements.

Les psychologues ont trouvé que les investisseurs attribuent systématiquement une pondération plus importante pour certains types d'information et une pondération moins importante pour d'autres.

Cette confiance excessive des investisseurs affecte les marchés financiers et principalement elle affecte le volume des transactions.

En premier lieu, en s'intéressant à l'importance de la théorie des perspectives dans l'apparition de ce biais. En second lieu, en expliquant le développement de la notion de l'aversion aux pertes.

Enfin en se focalisera sur l'étude de la confiance excessive et du biais d'optimisme.

II – 1 - L'aversion à la réalisation des la pertes

La notion d'aversion à la perte :

Depuis les années 70, la littérature qui traite le domaine de la finance comportementale s'est développée rapidement. Ce champ d'étude englobe à la fois des concepts de finance et de psychologie afin de construire un modèle de comportement humain détaillé dans les marchés financiers. KAHNEMAN et TVERSKY (1979) dans une théorie pionnière, appelée théorie des perspectives, ont contribué au développement de la finance comportementale d'une manière importante en présentant un cadre descriptif, où les individus répondent différemment à des situations en fonction d'un contexte de gain ou de perte. L'apparition de la notion d'aversion à la perte de l'investisseur, a permis d'analyser les processus de prise de décisions où les investisseurs apparaissent très averses aux pertes.

L'importance de la théorie des perspectives dans l'apparition de l'aversion à la perte :

La plupart des modèles théoriques supposent que les investisseurs effectuent leurs préférences et évaluent les alternatives risquées en se référant au concept de l'utilité espérée. Ce concept a été

généralement accepté comme modèle normatif de choix rationnels et appliqué comme modèle descriptif du comportement économique.

Les recherches expérimentales en contradiction avec la théorie de l'utilité décrivent un ensemble de problèmes de choix pour lesquels les préférences des investisseurs semblent dévier de la théorie de l'utilité espérée et violer systématiquement les axiomes définis par cette dernière.

KAHNEMAN et TVERSKY (1979) ont introduit une théorie alternative de choix en situation d'incertitude appelée « théorie des perspectives » (prospect theory) dans le but de remplacer le paradigme d'utilité espérée. Elle propose un cadre descriptif qui aide les individus à prendre leurs décisions sous les contraintes du risque et de l'incertitude.

Cette théorie peut être considérée comme un cadre d'étude du comportement plus général et plus complet que la théorie de l'utilité espérée.

La théorie des perspectives peut être représentée de différentes manières, mais essentiellement, elle décrit plusieurs états d'esprit qui peuvent influencer le processus de prise de décision individuel.

Selon BARBERIS et AL (1999), la littérature de la psychologie du comportement a considéré, pour une certaine période, la théorie des perspectives comme un modèle descriptif de prise de décision en présence du risque. Cette théorie a aidé à expliquer les nombreuses violations du principe de l'utilité espérée, qui a été utilisée pendant des années.

La théorie des perspectives est basée sur une hypothèse selon laquelle la plupart des sujets ont tendance à violer la théorie d'utilité et à réagir différemment face à des changements similaires de probabilité.

La théorie des perspectives modifie la théorie d'utilité espérée dans deux domaines et conduit à des prédictions liées à l'aversion à la perte de l'investisseur.

- Premièrement, l'utilité de l'investisseur est supposée être une fonction des gains et des pertes relative à un référentiel, plutôt que fonction de la richesse absolue.

- Deuxièmement, alors que les fonctions d'utilité standards sont concaves, qu'il s'agit d'une situation de gain ou de perte, la théorie des perspectives suppose que les fonctions d'utilité sont concaves pour les gains et convexes pour les pertes.

La théorie des perspectives suggère que les individus répondent différemment à des situations équivalentes, selon qu'il s'agit d'un contexte de gain ou de perte.

Cette théorie met aussi l'accent sur l'aversion à la perte, qui stipule que les investisseurs sont beaucoup plus sensibles aux changements négatifs de leurs richesses (pertes), plutôt qu'aux changements positifs (gains).

KAHNEMAN et TVERSKY (1979), stipulent que la tendance à se comporter différemment lorsque l'on est en perte ou en gain est d'autant plus forte qu'il ressort des observations une aversion aux pertes qui fait considérer celles-ci comme deux fois plus douloureuses que les gains.

Développement de la notion d'aversion à la perte :

Le développement de la notion d'aversion à la perte et son influence dans plusieurs domaines de la finance et de la décision financière, a permis une meilleure analyse et une efficacité plus évidente des processus de prise de décisions.

Nous présenterons dans ce paragraphe la notion d'aversion à la perte et ses caractéristiques ainsi que sa version myope.

Présentation et caractéristiques de l'aversion à la perte :

GLEITMAN et AL (2000) définissent l'aversion à la perte comme une réalité très répandue. Evidente dans plusieurs aspects de la prise de décision, dans laquelle les investisseurs semblent particulièrement très sensibles aux pertes, et cherchent par tous les moyens à l'éviter.

Selon BRABAZON (2000), l'aversion à la perte est basée sur l'idée qu'une « pénalité » mentale associée à une perte donnée, est plus importante qu'une « récompense » mentale dû à un gain de la même valeur.

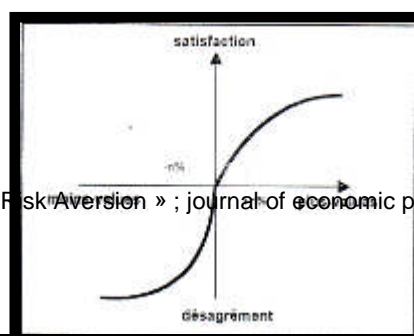
RABIN et THALER (2001) définissent l'aversion à la perte comme étant « the tendency to feel the pain of a loss more acutely than the pleasure of an equal sized gain »^{5(*)}.³¹

KAHNEMAN et TVERSKY (1979), en étudiant le bien être des investisseurs, montrent que le dépit qu'une personne ressent pour la perte d'une somme d'argent est supérieure au plaisir associée au gain de la même somme.

Pour mettre en oeuvre ce résultat, ces deux auteurs ont introduit une nouvelle fonction d'utilité appelée fonction de valeur (figure 1).

La fonction de valeur montre que la réponse psychologique des investisseurs est une fonction concave (aversion au risque) dans le domaine des gains et convexe (recherche du risque) dans le domaine des pertes. En effet, les individus sont disposés à prendre beaucoup plus de risques pour éviter des pertes plutôt que pour réaliser des gains.

SHILLER (2003) affirme que les individus sont très sensibles aux pertes de façon qu'ils prennent plus de risques pour les éviter.



³¹ RABIN et THALER « Anomalies : Risk Aversion » ; journal of economic perspectives 15 ; winter 2001 ; p 226

Figure 1 : La fonction de valeur de l'investisseur

Source : MANGOT. M : « Les comportements en Bourse, 6 erreurs psychologiques qui coûtent cher » ; Galilée éditeur ; Paris 2004 ; page 31

L'aversion à la perte est reliée à la science de la psychologie qui stipule que le déclin de l'utilité, dû aux pertes plutôt qu'aux gains, persuade les investisseurs à conserver les titres perdants par rapport à ceux qui réalisent des gains.

Cette intuition a été formellement développée par KAHNEMAN et TVERSKY (1979) et a été appliquée empiriquement aux marchés financiers par plusieurs auteurs, tel que SHEFRIN et STATMAN (1985) et DE BONDT et THALER (1985).

Le comportement différencié vis-à-vis des titres en gains et en pertes est connu sous le nom d'effet de disposition.

ODEAN (1998) définit l'effet de disposition comme étant « the tendency of investors to hold losing investments too long and sell winning investments too soon »³²

Cet effet est avéré à grande échelle comme l'on montré plusieurs études de terrain. Parmi ces études on peut mentionner celles de BARBER et ODEAN (2000, 2001, 2002) et ODEAN (1998, 1999) qui ont démontré empiriquement que les investisseurs ont tendance à détenir les titres qui génèrent des pertes et à vendre ceux qui réalisent des gains.

ODEAN (1998), à partir des relevés d'opérations de 10000 comptes-titres d'investisseurs individuels américains sur la période 1987-1993, ressort que l'on vend bien plus souvent les titres gagnants (winners) que les titres perdants (losers) et que ce sont les titres qui ont progressé très rapidement qui sont cédés les premiers.

L'aversion à la perte renforce la tendance à conserver les titres perdants (losers) puisque si l'on vend un titre en perte pour en acheter un autre et que l'on rattrape la moins-value, on n'épanche que la moitié de la déception causée par la perte sur le premier titre. En effet, en termes de satisfaction, une moins-value de 100 euros suivie d'une plus-value de 100 euros n'équivaut pas à une performance nulle mais à une perte de 50 euros.

³² ODEAN « Are investors reluctant to realize their losses? » ; *Journal of Finance* 53 ; octobre 1998 ; pp 1775

Ce résultat peut être illustré par la fonction de valeur de l'investisseur telle qu'obtenue par KAHNEMAN et TVERSKY (1979).

L'existence d'une aversion aux pertes « myope » :

L'aversion à la perte « myope » est la combinaison de deux variables de comportement connues, et qui sont considérées comme fondamentales dans la finance comportementale, à savoir l'aversion à la perte et la comptabilité mentale.

L'aversion à la perte qui est, comme nous l'avons déjà présentée, l'ingrédient majeur de la théorie des perspectives (KAHNEMAN et TVERSKY (1979) ; TVERSKY et KAHNEMAN (1992)). Elle se définit par la tendance à s'exposer à des changements négatifs (pertes), par rapport au niveau de référence, plus importants qu'à des changements positifs (gains).

L'aspect de la comptabilité mentale (THALER 1985) dans la relation de l'aversion à la perte « myope » est la myopie, c'est-à-dire le fait que les investisseurs tendent à évaluer leur portefeuille d'investissement fréquemment, même quand l'investissement est favorable à une rentabilité à long terme.

L'aversion à la perte combinée avec la tendance à se concentrer à des résultats à court terme donne l'aversion à la perte « myope ».

En effet, depuis que les investisseurs évaluent leurs portefeuilles d'une façon très fréquente, ils observent des pertes à court terme (une année). Et puisqu'ils sont très sensibles aux pertes qu'aux gains, ils sont négativement affectés par les changements à court terme. Par conséquent, l'utilité espérée obtenue du portefeuille est faible quand l'investisseur observe les changements fréquents.

Les diagnostics et les remèdes de l'aversion à la perte

Récemment, les chercheurs se sont concentrés à la réponse aux questions suivantes :

- comment peut-on savoir qu'un investisseur est affecté par le biais d'aversion à la perte ?
- comment peut-on corriger ce biais ?

Les diagnostics de l'aversion à la perte :

Plusieurs auteurs ont essayé de trouver des repères au biais de l'aversion à la réalisation des pertes. Parmi ces auteurs on peut mentionner MICKAEL MANGOT.

Selon MANGOT (2004), l'aversion aux pertes présente deux principales conséquences pratiques. Ces derniers peuvent représenter des repères à ce biais :

- L'investisseur peut conserver des losers quasi indéfiniment en portefeuille sans pour autant croire en leur potentiel de redressement. Paradoxalement, il n'y croit plus mais il conserve quand même l'espoir.

· L'investisseur rechigne à investir dans des placements risqués même si l'espérance de gains est nettement positive seulement parce qu'il y a possibilité de perdre. Par exemple, compte tenu de la fonction de valeur, l'investisseur est tenté de refuser un placement qui offre 50 % de chance de gagner 100 euros et 50 % de chance de perdre 60 euros, pourtant l'espérance de gain est de 20 euros. Cet auteur démontre qu'un individu est particulièrement sujet à l'aversion aux pertes si :

- Il pense que la meilleure façon de gagner en Bourse est de ne jamais perdre d'argent sur aucun titre
- Il pense qu'il est judicieux de prendre rapidement ses gains en Bourse parce que les humeurs du marché évoluent très vite
- Il aime se renforcer quand un de ses titres baisse de manière à pouvoir remettre plus vite « les compteurs à zéro »
- Il a en portefeuille des titres qui ont perdu une grande partie de leur valeur et dont il ne suit plus ni les performances ni l'actualité
- Il a remarqué que dès qu'il vend un titre, son cours progressait
- Il est réticent à regarder l'actualité d'un titre une fois qu'il l'a acheté. De même pour les titres qu'il a seulement failli acheter

Les remèdes de l'aversion à la perte :

MANGOT (2004) a trouvé que les investisseurs peuvent largement corriger ce biais :

- En focalisant sur l'espérance de gain (et non sur le risque de perte) car c'est le seul critère qui a de l'importance pour l'investisseur performant
- En gardant à l'esprit que leur objectif est de réaliser la meilleure performance globale et pas de réussir le tour de force de ne perdre d'argent sur aucune action
- En n'oubliant jamais qu'il y a un coût d'opportunité à conserver des titres perdants (losers) en portefeuille.
- En se rappelant d'une part que c'est la gestion de long terme qui est la plus performante et d'autre part que les mouvements de marché durent fréquemment plus que quelques semaines. Il est donc souvent inopportun de vendre des titres après un rallye de quelques jours
- En notant scrupuleusement les performances des titres qu'ils conservent en portefeuille, celles des titres qu'ils ont vendus et celles des titres qu'ils auront aimé acheter s'ils avaient eu la trésorerie adéquate. Cela lui montrera de manière concrète ce que lui coûte l'effet de disposition

II – 2 – La confiance excessive

Présentation et caractéristiques de la confiance excessive

Des études empiriques argumentent que l'excès de confiance provient de la psychologie cognitive qui stipule que l'individu a toujours tendance à surestimer son habilité dans différents contextes.

Les êtres humains sont donc trop confiants quant à leurs capacités, leurs connaissances et leurs perspectives.

LAVIGNE et LEGROS (2005) affirment que la tendance à se monter excessivement confiant quant à son propre jugement ou ses propres prévisions n'est pas propre à la finance, mais la finance est un terrain propice à la répétition de ce phénomène car la prévision y est par nature très difficile.

Des études récentes définissent l'investisseur excessivement confiant comme quelqu'un qui surévalue son habilité à générer l'information ou à identifier la signification de plusieurs données ; il a tendance à surestimer la précision du signal de son information privée par rapport aux informations publiques reçues par l'ensemble des investisseurs.

D'après GREENFINCH l'excès de confiance fait que les individus surestiment leurs informations et leurs capacités.

Les investisseurs se comportent souvent comme s'ils donnent confiance à l'information, sans tenir compte de sa source et sans se soucier de la valeur prédictive de l'information qu'elle soit précise et complètement fiable ou alternativement démodée ou inexacte... (FISKE et TAYLOR (1991)).

L'excès de confiance a à la fois un aspect direct et indirect ; ceci dépend de la façon dont les individus traitent l'information :

- L'effet directe, observé notamment par DANIEL, HIRSHLEIFER et SUBRAHMANYAM (1998), est lié au fait que les individus accordent beaucoup trop d'importance à l'information qu'ils collectent eux mêmes car ils ont tendance à surestimer sa précision.
- L'effet indirect de l'excès de confiance se révèle quant à lui du fait que les individus filtrent l'information et biaisent leurs données de sorte que cela leur permet de maintenir leur confiance.

Ainsi, ils donnent un poids important à l'information qui est en accord avec leurs croyances existantes, ils sont portés vers le recueil des informations qui appuient leurs croyances et cachent

aisément les informations qui ne le sont pas (LORD, ROSS et LEPPER (1979), NISBETT et ROSS (1980), FISKE et TAYLOR (1991)).

Des psychologues ont développé un phénomène appelé « biais d'attribution » pour décrire ce type de comportement.

D'après ces derniers, en observant les conséquences de leurs actions, les individus attribuent les événements qui confirment leurs actions à leur habilité et celles qui renient leurs actions à un bruit blanc ; ils ont tendance à réprimer toute information conflictuelle avec leurs choix passés.

Les investisseurs effectuent leurs transactions en fonction de leur signal privé ; si le signal public ultérieur confirme leurs transactions (information favorable suite à l'achat et information défavorable suite à la vente) la confiance des investisseurs augmente sensiblement ; si par contre le signal public ultérieur ne confirme pas leurs transactions leur confiance ne baisse que modestement.

L'évidence psychologique indique que les investisseurs ont toujours tendance à blâmer les facteurs externes en cas d'échec.

En effet, l'excès de confiance de l'investisseur se nourrit d'une comptabilité biaisée de ses succès et ses échecs. L'investisseur se remémore facilement ses bons coups et oublie volontiers ses loupes. De même, il pense devoir ses succès à ses propres facultés mais porte ses échecs sur le compte du marché ou de la malchance (MANGOT (2004)).

La plupart de ceux qui achètent et vendent des actifs financiers essayent de choisir des actifs qui vont avoir des rendements élevés.

Cette tâche est difficile mais il est précisément dans une telle difficulté que les individus exhibent une confiance excessive.

GERVAIS et ODEAN (1997) ont développé un modèle de marché multi périodique décrivant le processus par lequel les investisseurs apprennent sur leurs capacités et comment ce biais dans cet apprentissage peut créer des investisseurs trop confiants.

Initialement les investisseurs ne connaissent pas leurs capacités et ils l'apprennent à travers l'expérience. En effet, le niveau de confiance de l'investisseur est nul lorsqu'il commence à faire des transactions, augmente avec les premières périodes de transactions et ensuite il baisse.

Ainsi, la grande confiance excessive espérée dans la durée de vie de l'investisseur arrive très tôt dans sa carrière.

Après cela, il tend à développer progressivement une estimation plus réaliste de ses capacités.

En analysant la raison pour laquelle l'excès de confiance de l'investisseur atteint son maximum GERVAIS et ODEAN (2001) montrent par ailleurs que l'évolution du niveau de l'excès de confiance

dépend de la fréquence et de la vitesse de la rétroaction (feed-back) que l'investisseur reçoit suite à ses opérations.

De ce fait lorsque la rétroaction est fréquente, immédiate et claire l'investisseur se rend compte rapidement de son excès de confiance et modifie ses jugements ; toutefois lorsque cette rétroaction est retardée, faible ou ambigu ; l'excès de confiance persiste et n'est pas susceptible d'être modifié.

L'échange excessif comme étant une conséquence de l'excès de confiance :

Des études récentes portant sur le comportement des investisseurs montrent que ces derniers effectuent généralement des échanges excessifs qui se révèlent à l'origine de la confiance excessive.

C'est ainsi qu'ODEAN (1998) a montré que les investisseurs trop confiants font plus de transactions que les investisseurs rationnels.

LAVIGNE et LEGROS (2005) montrent que la confiance excessive est souvent considérée comme étant la source d'importants volumes de transactions sur les marchés financiers.

La confiance excessive fait donc accroître le volume des transactions parce que les investisseurs sont très certains quant à leurs propres opinions et ne considèrent pas suffisamment les opinions des autres.

Le biais d'optimisme :

Les observations des psychologues indiquent que les individus ont généralement une prédisposition à afficher un optimisme exagéré pour ce qui concerne leur sort. Par exemple, ils croient dur comme fer avoir moins de chance que leurs voisins d'être cambriolé ou renversé par une voiture (MANGOT (2004)).

Un autre exemple typique est l'attitude face à la maladie. WEBER et HILTON (1990) ont décelé chez des étudiants Américains la conviction que les autres sont plus à même que soi d'être atteint par des affections bénignes.

Pour faire preuve du biais d'optimisme sur les marchés financiers, BENARTZI, KAHNEMAN et THALER (1999) ont confectionné un questionnaire sur internet. Les résultats, obtenus à partir de 1053 réponses d'abonnés, confirment la présence de ce biais.

A la question « à votre avis, quelle est la probabilité que les actions surperforment les obligations sur le long terme ? » les réponses n'étaient pas imposées et les abonnés pouvaient entrer le pourcentage qu'ils désiraient, entre 0 et 100 %.

En moyenne, les investisseurs font confiance à 85 % aux actions pour surperforment les obligations à long terme, ce qui est conforme aux données historiques. En revanche, plus d'un tiers des sondés est

persuadé que les actions seront un meilleur placement que les obligations, sans aucun doute possible. Ces individus sont donc sujets au biais d'optimisme.

Les diagnostics et les remèdes de la confiance excessive

Les diagnostics de la confiance excessive :

Selon MANGOT (2004), l'investisseur est particulièrement sujet aux biais d'excès de confiance et d'optimisme si :

- Il est persuadé d'être né sous une bonne étoile
- Il a constaté qu'il réussisse mieux quand il écoute ses intuitions plutôt que les conseils des autres
- Il suit ses propres règles en Bourse, des règles non écrites qu'il aurait du mal à justifier
- Il gère lui-même son portefeuille et il ne le viendrait pas à l'idée de le faire gérer par quelqu'un d'autre
- Il relativise les opinions contraires quand il a décidé d'investir sur un titre
- Il achète et vend très fréquemment
- Il est sûr d'avoir fait mieux que le marché ces derniers temps mais il ne connaît avec exactitude ni ses performances ni celles du marché
- Il n'a qu'une seule source d'information, qu'il suit sans sourciller

Selon cet auteur l'investisseur qui présente les deux caractéristiques suivantes est fort probable sujet au biais optimiste :

- Il ne prend pas assez de temps pour analyser les actions. Il fait surtout confiance à sa « bonne étoile » pour engendrer des plus-values
- Il préfère se fier à ses intuitions qu'aux recommandations d'analystes chevronnés.

A la demande du site Internet américain de finance morningstar.com, les professeurs BENARTZI, KAHNEMAN et THALER (1999) ont confectionné un questionnaire qui permet de détecter le biais d'optimisme chez les investisseurs. A la question « Quand vous réfléchissez à des éléments financiers, passez-vous plus de temps à penser au gain potentiel ou à la baisse potentielle ? ».

Les auteurs proposaient cinq réponses possibles.

- Beaucoup plus de temps à réfléchir au gain potentiel
- Plutôt plus de temps au gain potentiel
- A peu près autant aux deux
- Plutôt plus de temps à la perte potentielle
- Beaucoup plus de temps à la perte potentielle

Les deux premières réponses sont symptomatiques du biais d'optimisme

Les remèdes de la confiance excessive :

MANGOT (2004) a trouvé que l'investisseur peut largement corriger ce biais :

- En auditant ses performances et en les comparant à celles du marché, de manière à mesurer combien cela lui coûte de continuer à gérer lui-même
- En conservant à l'esprit que ce sont les investisseurs qui gardent longtemps leurs titres qui affichent les meilleures performances
- En relativisant ses succès à la lumière des performances du marché (quand un marché prend 30% en un an, tout le monde accumule les plus-values)
- En tenant une comptabilité rigoureuse de ses réussites et de ses échecs
- En passant ses opérations en Bourse seulement après avoir confronté ses raisonnements à la critique d'un autre investisseur. Il pourra pointer le doigt sur ses oublis et ses raccourcis intellectuels
- En multipliant ses sources d'information (analystes, brokers, journaux financiers...)

III - Les biais cognitifs

Les travaux de la finance comportementale tentent, depuis quelques années, d'expliquer certaines des anomalies constatées, en abandonnant l'idée de rationalité de l'investisseur, pourtant centrale à l'hypothèse d'efficience des marchés.

Ce nouveau courant de recherche a proposé ainsi des biais cognitifs relatifs aux connaissances des investisseurs qui sont principalement l'ancrage mental et la comptabilité mentale.

Souvent, l'être humain a une difficulté à traiter l'information qu'il a à disposition et à la matérialiser par une décision claire et nette. Pour ne pas rester hésitant, il utilise des artifices intellectuels qui le permettent de trancher rapidement. L'ancrage mental en est un.

L'ancrage se définit par le fait que les gens, lors de la formation de leurs jugements et la fixation de leurs prévisions, ont généralement tendance à se rattacher à des points de référence gardés au tréfonds de leurs esprits.

Cet état de fait permet de ne pas hésiter éternellement quand il s'agit de prendre une décision ou d'émettre un avis. Néanmoins, il induit toutefois un ajustement insuffisant des prévisions de la part des investisseurs qui s'attachent trop à ces points de référence.

Ce biais conduit à une prise en compte insuffisante de l'information nouvelle au détriment de l'information passée.

Le biais l'ancrage mental comporte plusieurs déclinaisons telles que le biais de représentativité et le biais de confirmation.

Si la théorie économique utilise comme postulat de départ que nous disposons d'une capacité de réflexion infinie pour résoudre les problèmes économiques auxquels nous sommes confrontés tous les jours, les psychologues, au contraire, ont mis en avant nos limites introduisant ainsi le biais de la comptabilité mentale.

La comptabilité mentale assemble tous les trucs qui permettent de simplifier la prise des décisions économiques quotidiennes. Elle est composée de trois importantes composantes à savoir l'utilité de transaction, la compartimentation budgétaire et enfin la comptabilité temporelle.

L'explication de la comptabilité mentale nous amène à parler au biais de la diversification.

Donc je vais présenter dans un 1^{er} temps le biais d'ancrage ainsi que ses déclinaisons.

Puis je passe à l'étude du biais de la comptabilité mentale ainsi que le biais de diversification.

III – 1 - L'ancrage mental

La notion d'ancrage mental (Anchoring)

L'ancrage est un outil que les investisseurs utilisent pour résoudre des phénomènes complexes ; ce biais s'explique par la sélection de points de référence lors de la formation d'un avis ou la prise d'une décision.

Présentation et caractéristiques du biais d'ancrage :

KAHNEMAN et TVERSKY (1974) montrent que lors de la formation de leurs anticipations, les agents commencent généralement par la fixation de quelques valeurs arbitraires possibles autour des quels les prévisions seraient fixées.

En définissant l'ancrage mental, GREENFINCH postule que les gens (et entre autres les investisseurs), gardent au tréfonds de leur matière grise quelques points de référence. Cela peut être lié, entre autres causes, à une mémoire sélective, par exemple un cours d'action précédent, ou une tendance de cours précédente.

MANGOT (2004) affirme qu'il existe un biais d'ancrage numérique. Ce biais rend compte de la tendance à focaliser sur un nombre et à l'utiliser comme point de référence au moment de réaliser une estimation.

D'après cet auteur, les nombres pouvant influencer l'évaluation des titres sont multiples ; ils peuvent être les cours cotés, les ratios du marché, des nombres remarquables (tel que le prix d'achat, le prix d'achat d'une connaissance), ou des cours qui ont marqué l'attention (par exemple le titre est resté pendant trois mois autour de 85 euros, pourquoi l'acheter maintenant à 95 euros ?)...

Cet auteur donne comme conséquence du biais d'ancrage le fait que l'investisseur affiche des comportements similaires dans des moments remarquables, par exemple les krachs boursiers.

Le matin même de krach de 1987, plusieurs quotidiens Américains, tel que le Wall Street Journal, montraient des graphiques superposant les performances des indices boursiers en 1929 et 1987, suggérant la comparaison. MONGOT indique qu'« on peut imaginer que cela a influencé la perception des évènements par les investisseurs et a conditionné leurs opérations en Bourse ».

KAESTNER (2005) affirme que le biais d'ancrage traduit le fait que les individus raisonnent par rapport à des valeurs de référence passées. Le poids attribué à cette information passée est excessivement élevé et entraîne un ajustement insuffisant lors de l'arrivée d'une information nouvelle différente.

L'ancrage peut conduire à des comportements de sous-réaction ou de sur-réaction. En effet, quand arrive une nouvelle information les investisseurs ajustent trop timidement ces références en excluant les informations qui ne viennent pas dans le sens de leurs croyances (la sous-réaction). Plus tard, au fur et à mesure que ces informations sont confirmées par d'autres allants dans le même sens, les investisseurs ajustent excessivement, et même parfois brutalement, leurs références (sur-réaction).

Donc les investisseurs ont tendance à extrapoler les résultats à venir des résultats passés et à ne corriger leurs anticipations en fonction des nouvelles informations que très graduellement.

Les déclinaisons de l'ancrage :

Le biais l'ancrage mental comporte plusieurs déclinaisons telles que le biais de représentativité et le biais de confirmation.

I.2.1. Le biais de représentativité : (Representativeness Heuristic)

La règle de représentativité représente l'éventualité la plus simplificatrice aux investisseurs dans le contexte de l'imperfection des marchés pour lequel le processus de prise de décision est de plus en plus emblématique face à la multiplicité des données.

Ce biais se focalise par le fait que les agents évaluent la probabilité d'un événement futur incertain par le degré avec lequel cet événement ressemble à un phénomène récemment observé.

Ce biais heuristique a été identifié par TVERSKY et KAHNEMAN (1975) qui postulent dans leur étude que lors de la formation de leurs jugements les individus ont généralement tendance à ne pas tenir compte des probabilités établies et à juger uniquement en fonction des similarités observées avec des modèles connus.

Dans leur étude, GRIFFIN et TVERSKY (1992) montrent que les agents sujets au biais de représentativité ajustent leur modèle en considérant les événements passés comme étant typiques ou représentatifs d'une classe spécifique d'événements et effectuent leurs prévisions en se basant sur les caractéristiques de ces derniers.

MANGOT (2004) indique qu'il existe deux types de représentativité : une temporelle et l'autre spatiale.

· La représentativité temporelle :

Les investisseurs considèrent souvent que ce qui s'est produit dans le passé récent peut se reproduire dans le futur proche avec une probabilité bien plus grande qu'en réalité.

Les investisseurs se réfèrent ainsi à leurs modèles antérieurs et effectuent une analyse très sélective des informations récentes dans le but de détecter une éventuelle similarité.

La conséquence de cette représentativité est que l'investisseur a tendance à se porter acheteur sur un titre quand il a déjà gagné grâce à lui dans le passé.

· La représentativité spatiale :

L'investisseur considère que ce qui se produit autour de lui doit se produire également à grande échelle.

Pour montrer l'existence de ce type de représentativité MANGOT (2004) a posé la question suivante « qui ne penserait pas que le taux de divorce grimpe en flèche si trois couples d'amis proches annoncent leur divorce dans un intervalle de deux mois? ».

Le même raisonnement est applicable aussi par les investisseurs. Ces derniers peuvent considérer que ce qui arrive à leurs titres arrive au marché tout entier ou que leurs réflexions sont largement partagées par les autres investisseurs.

Que ce soit dans sa forme temporelle ou spatiale, le biais de représentativité est toujours un sophisme (raisonnement faux) qui s'explique par une méconnaissance ou par l'oubli.

I.2.2. Le biais de confirmation :

Cette fois, n'est pas influencée par ce que l'investisseur a vu dans un passé récent ou ce qu'il expérimente directement mais par la première impression.

RUSSO, professeur de marketing à Cornell University, a par exemple réalisé une expérience dans laquelle il a été demandé à des étudiants de choisir entre deux restaurants à partir de la comparaison de leurs menus respectifs. L'expérience est faite de telle sorte que lorsque la comparaison a porté sur les menus considérés dans leur intégralité, l'échantillon s'est réparti équitablement entre les deux restaurants. Mais quand il s'est agi de choisir après une comparaison détaillée des menus, plat par plat, 84% des étudiants ont alors opté pour le restaurant qui obtint leur préférence lors de la première comparaison de plats.

De même en Bourse, l'investisseur se porte plus volontiers acheteur d'un titre quand il en a eu une première impression favorable et inversement. Dès lors les décisions d'achat et de vente ne sont plus commandées par des évaluations objectives, avec les risques que cela suppose.

Parmi toutes les informations qui parviennent, toutes ne sont pas traitées équitablement. L'investisseur présente une tendance à surévaluer celles qui vont dans le sens de sa première idée et à minimiser celles qui s'y opposent.

Les diagnostics et les remèdes de l'ancrage

Les diagnostics de l'ancrage :

D'après MANGOT (2004), on prend conscient qu'un investisseur est sujet au biais d'ancrage ou à ses corollaires si :

- Il négocie très rarement avec les commerciaux ou inversement il est persuadé d'être un très bon négociateur alors qu'il n'est pas commercial et n'a jamais reçu une quelconque formation en négociation ;
- Il est client de la même banque depuis longtemps, sans trop savoir pourquoi ;
- Il est particulièrement sûr de sa façon de gérer son portefeuille ;

- Il prend ses décisions d'achat et de vente très rapidement, à partir de quelques informations seulement ;
- Il a un titre sur lequel il se renforce régulièrement et qui représente aujourd'hui plus du tiers de son portefeuille ;
- Il ne réinvestisse jamais une valeur avec laquelle il a perdu de l'argent ;
- Il attend qu'un titre qui a beaucoup baissé revienne à son cours d'achat pour le vendre.

Les remèdes de l'ancrage :

D'après MANGOT (2004), un premier pas vers la rationalité serait de faire en sorte de s'accrocher à des ancrs plus rationnelles.

Cet auteur affirme que l'investisseur peut largement corriger ce biais :

- En tenant une comptabilité rigoureuse de ses réussites et de ses échecs ;
- En recueillant le maximum d'informations sur les prix de marché de manière à avoir une ancre légitime, que ce soit pour des comparaisons statiques (par rapport aux valeurs comparables) et dynamiques (par rapport aux valorisations historiques) ;
- En confrontant son point de vue à celui d'autres investisseurs pour voir si sa première intuition est justifiable. Il faut néanmoins faire attention à ce que les interlocuteurs aient des avis contradictoires si non le risque est grand de se conforter les uns les autres et de s'encourager à prendre des positions encore plus tranchées ;
- En multipliant les conseillers. Car eux-mêmes peuvent être sujets au biais de confirmation et avoir des analyses viciées.

III – 2 – La comptabilité mentale

Notion de comptabilité mentale

La comptabilité mentale est popularisée par Richard Thaler dans les années 1980. Il la définit comme étant « the set of cognitive operations used by individuals and households to organize, evaluate, and keep track of financial activities »³³

Elle « rassemble tous les trucs qui permettent de simplifier la prise des décisions économiques quotidiennes. Ces règles de bon sens qui ont trait aux différentes étapes du processus de prise de

³³ THALER « mental accounting matters » ; Journal of Behavioral Decision Making ; volume 12 ; December 1999 ; pages 183-206

décision ont en commun de nous orienter vers des solutions qui ne sont jamais optimales » MANGOT (2004).

Les composantes de la comptabilité mentale :

THALER (1999) affirme que la comptabilité mentale contient trois composantes essentielles qui nécessitent une grande attention :

La première composante est « l'utilité de transaction » qui permet d'expliquer le choix des individus en incorporant la notion de « valeur de l'affaire ».

La seconde composante est « la compartimentation budgétaire » qui est le fait de répartir les recettes et les dépenses en diverses catégories.

La dernière composante est « la comptabilité temporelle » qui est définie comme étant la façon avec laquelle les gens regroupent mentalement leurs décisions dans le temps.

L'utilité de transaction :

Un concept très important utilisé pour comprendre la comptabilité mentale est le concept de l'utilité de transaction.

THALER (1985) propose que les consommateurs, lors d'une transaction, obtiennent deux types d'utilité : l'utilité d'acquisition et l'utilité de transaction. L'utilité d'acquisition est la mesure de la valeur du bien obtenue relativement de son prix ; tandis que l'utilité de transaction mesure la valeur obtenue de l'affaire, elle est définie comme étant la différence entre le prix payé et le prix de référence du bien (qui est le prix régulier que le consommateur s'attend à payer) ; si le prix payé est égal au prix de référence mentale du bien, la valeur de transaction est nulle ; et si le prix est inférieur au prix de référence, l'utilité de transaction est positive.

Pour faciliter la compréhension de cette notion, THALER (1985) a pris l'exemple d'un individu qui a l'habitude, quand il se balade dans les petits villages, d'acheter une canette de sa boisson fétiche qui coûte 0.5 euros à chaque fois. Un jour, où il est particulièrement assoiffé et la température est de 40°C à l'ombre, rentre dans une petite boutique aussi typique que toutes celles qu'il a visité jusque là, il prend une canette dans le réfrigérateur mais le jeune homme à la caisse l'indique que le prix est de 1,5 euros. Que va-t-il faire ? Conclure la transaction ? Ou être rationnel et ne pas accepter de payer 1,5 euros ce qui n'en vaut que 0,5 euros ? Mais pourquoi il accepte d'acheter à la boutique de l'hôtel la même canette à 2 euros ?

La seule différence entre les deux situations (dans le village et à l'hôtel), c'est son référentiel.

Il a en tête que le prix standard au village est 0.5 euros et que dans les hôtels est de 2 euros et souvent même davantage.

Ainsi, ce n'est plus la détention d'un bien qui procure le plaisir mais le fait de l'avoir acquis dans de bonnes conditions.

On applique ce genre de raisonnements très souvent en Bourse où on achète des titres parce que l'occasion est très belle, ou les vendre suite à des conditions exceptionnelles.

La compartimentation budgétaire :

Une autre composante de la comptabilité mentale est la compartimentation budgétaire. Les êtres humains compartimentent les diverses facettes de leur vie dans plusieurs comptes mentaux distincts. C'est une organisation intellectuelle particulière qui fait placer ses recettes et ses dépenses dans des compartimentations budgétaires pour faciliter la gestion.

Dans une étude sur les femmes japonaises, KOJIMA et HAMA (1982) ont ainsi recensé neuf comptes psychologiques en matière de dépenses à savoir : l'argent de poche ; les besoins quotidiens ; la fortune personnelle ; la culture de l'éducation ; les dîners à l'extérieur ; la qualité de vie ; la sécurité ; les petits articles de luxe et enfin les produits féminins.

En Bourse, SHEFRIN et STATMAN (1994) ont obtenu que les investisseurs divisent souvent leur portefeuille en deux parties :

- Une partie sûre avec un risque de baisse limitée
- Une partie risquée susceptible d'occasionner des gains substantiels.

La compartimentation peut être encore plus détaillée avec un compte « valeurs cycliques », un compte « valeurs de croissance », un compte « valeurs de rendement »...

Cette compartimentation est légitime parce que nous ne disposant pas de capacités de calcul infinies ; elle donne ainsi les moyens de mieux contrôler son budget ou son portefeuille en opérant des regroupements et rend plus faciles les décisions douloureuses.

La compartimentation fait que les investisseurs sont portés à considérer séparément chaque élément de leur portefeuille d'investissement, qui est une tendance naturelle susceptible de se traduire par une prise de décisions inefficaces.

Bien que la comptabilité mentale permette habituellement d'acquérir la maîtrise de soi, elle peut se traduire par un médiocre rendement du portefeuille. Parce qu'on ne tient pas compte à la fois du risque et du rendement des divers comptes, le portefeuille dans l'ensemble perd son efficacité à optimiser les rendements par rapport au risque que représente chacune de ses parties.

Dû à la comptabilité mentale on hésitera à vendre un titre perdant parce que cela fera apparaître une perte au compte.

La comptabilité temporelle :

La comptabilité temporelle rend compte de la façon avec laquelle les gens regroupent mentalement leurs décisions dans le temps avant de décider. Une par une, à la journée, à la semaine et même à l'année.

Selon KAHNEMAN et TVERSKY, les parieurs aux courses tiennent une comptabilité à la journée, ce qui à une incidence importante sur leurs comportements dans la fin de la journée :

Les paris y sont d'autant plus importants que le parieur est gagnant sur la journée donc les parieurs éloignent un peu de rationalité en fin de journée.

Ce phénomène existe aussi dans la bourse. En effet, SHAPIRA (1999) a décelé chez des traders d'obligations une tendance à prendre des risques plus importants si le jour précédent s'est clos sur une perte ou si deux heures avant la clôture leur compte personnel se situe dans le rouge.

Le découpage de temps, surtout en tranches fines, peut s'avérer particulièrement coûteux puisqu'il fait privilégier les performances à court terme sur celles à long terme. C'est ainsi que BENARTZI et THALER (1995) ont montré à partir d'une expérience sur des investisseurs américains, à qui l'ont présentait des relevés de performances de différents actifs sur longue période, que ce n'est qu'avec des échelles de temps longues (supérieures à treize mois) que les investisseurs privilégient les actions par rapport aux obligations. En deçà de treize mois, ils préfèrent les garanties des obligations.

Le biais de diversification :

L'étendue de la comptabilité mentale nous amène à parler au biais de la diversification appelé également « heuristique $1/n$ ».

Ce biais reprend l'habitude à opérer une diversification quand plusieurs options sont possibles sans être exclusive. C'est SIMONSON qui l'a mis en avant le premier en 1990 suite à une expérience faite sur un échantillonage d'étudiant.

L'expérience consiste à donner le choix aux étudiants de choisir entre plusieurs en-cas (des chips, des barres chocolatées, etc.). Dans la première procédure, les étudiants choisissaient un snack parmi six proposés durant trois cours, espacés à chaque fois d'une semaine. Dans la seconde procédure, les étudiants devaient choisir dès le premier cours les trois snacks qu'ils consommeraient durant les trois cours suivants (sans fixer l'ordre de consommation).

SIMONSON observa que les sujets opérèrent une bien grande diversification quand le choix était simultané que lorsqu'il était séquentiel : 64% choisissent différents snacks dans le cas simultané contre seulement 9% dans le cas séquentiel.

Le biais de diversification influençait également les décisions d'allocations d'actifs.

BENARTZI et THALER (1998) donnent à ce biais également le nom d'«heuristique 1/n » car il apparaît que les individus ont tendance à partager équitablement leur argent entre les n fonds qui sont présentés à eux. Cette expérience montre que les choix d'investissements sont guidés par une diversification consistant à allouer la richesse en parts égales à 1/n.

L'expérience consiste à proposer à un groupe d'investisseurs deux fonds, un en actions, l'autre en obligations, ils choisissent en moyenne une répartition 50%-50% entre les deux fonds. Si l'on ajoute un troisième fonds en actions dans le champ des possibilités, ils tendent vers une répartition équitable entre les trois fonds (33% pour chacun). Ce qui entraîne que leur exposition au risque des actions passe de 50% à 66%, alors que leur aversion au risque personnelle n'a pas changé.

La règle « ne mette jamais tous les oeufs dans le même panier » peut ainsi conduire à des comportements parfois difficiles à justifier.

Ce biais de diversification présente ainsi plusieurs conséquences pratiques :

- On a tendance à pondérer équitablement les différents compartiments d'un portefeuille boursier, même si certains ont des performances corrélées ;
- On essaie également d'équipondérer les lignes au sein d'un compartiment même si les potentiels de gains ne sont pas identiques.

Les diagnostics et les remèdes de La comptabilité mentale

Les diagnostics de la comptabilité mentale :

D'après MANGOT (2004), on prend conscient que la comptabilité mentale d'un investisseur est handicapante si :

- Il achète instinctivement les titres qui dégringolent
- Il vend ses titres quand ils enregistrent une accélération soudaine à la hausse
- Il s'accorde le droit de prendre des positions hasardeuses sur certains titres quand il a accumulé des gains dans un compartiment
- Il est plus prudent dans ses investissements dans un compartiment quand il y subisse des pertes
- Il s'astreint à pondérer équitablement ses différentes lignes
- Il achète souvent des titres en retard sur le reste du marché ou de leur secteur pour jouer un rattrapage
- Il n'aime pas les valeurs structurellement décotées, ni celles qui ont une faible volatilité
- Il regarde très peu les rendements des actions : ce qu'il intéresse, ce sont les plus-values en capital
- Il est d'accord avec l'idée que les actions sont des placements très risqués.

Les remèdes de la comptabilité mentale :

Cet auteur affirme que l'investisseur peut largement améliorer sa comptabilité mentale :

- En considérant qu'un titre est une bonne affaire seulement quand son potentiel d'appréciation à long terme est très important.
- En gardant en mémoire qu'en bourse il n'y a (presque) jamais de fumée sans feu. Au contraire, compte tenu de l'inertie des marchés, quand un titre dévisse, c'est qu'il aurait dû décrocher depuis longtemps et que la chute n'est sans doute pas terminée. Inversement, quand un titre accélère à la hausse, c'est que le marché vient, de se rendre compte que les fondamentaux se sont améliorés.
- En prenant des positions sur un titre seulement en raison de son potentiel, pas pour répondre à des ratios de pondération que l'investisseur a fixé arbitrairement.
- En considérant comme indépendantes les décisions qui le sont objectivement ; ce n'est pas parce que l'investisseur a réalisé cinq bons investissements dans un compartiment que le sixième est assuré d'être excellent.
- En adaptant toujours l'échelle de temps la plus large possible : il vaut mieux choisir un titre qui offre une plus-value de 50% en deux ans qu'un titre garantit 10% en quinze jours. Sauf à être sûr et certain de pouvoir renouveler au moins quatre fois cet investissement.

SECTION 6 : Comportements mimétiques³⁴

Malgré les difficultés posées par la mesure précise du comportement mimétique, les diverses études empiriques en la matière tendent à prouver que les investisseurs, de manière générale, font preuve de mimétisme sur les marchés financiers. Cette tendance semble s'intensifier lorsqu'on se penche sur le cas particulier des marchés émergents. Cependant force est de constater que les mesures statistiques actuelles ne permettent pas de faire la distinction entre mimétisme fallacieux et intentionnel. En outre, il reste aujourd'hui difficile de différencier clairement les différentes formes de comportement moutonnier. De plus, les marchés étant largement anonymes, les informations privées reçues par les agents sont difficiles à obtenir

I – caractéristiques de mimétisme

Définition du mimétisme

Le mimétisme peut, de manière générale, être défini comme un ensemble de comportements individuels qui présentent des corrélations ; toutefois, de très nombreux investisseurs peuvent être amenés à vendre ou acheter les mêmes titres, simplement parce qu'ils ont reçu des informations corrélées. Ils agissent alors en toute indépendance. La notion de mimétisme suppose, elle, une prise

³⁴ Cette section est inspirée de : E.Jondeau (2001), pp, 85-95

de décision systématique et erronée de la part d'un groupe. Le mimétisme apparaît dans le comportement d'un investisseur lorsque celui-ci, intuitivement, est prêt à effectuer un certain placement quand il ignore les décisions des autres investisseurs mais qu'il change d'avis dès qu'il constate que ces derniers ont renoncé au placement en question³⁵

Comment expliquer que les investisseurs rationnels sont influencés par les décisions de leurs pairs ?

« Premièrement, ces derniers sont susceptibles de détenir une information privée sur le rendement de placement envisagé et leurs décisions révèlent cette information. Deuxièmement il est intéressant, pour un gestionnaire de fonds, d'imiter les autres gestionnaires lorsque son mode de rémunération est fondé sur un rendement de référence. En dernier lieu, les investisseurs peuvent avoir une préférence intrinsèque pour le conformisme³⁶

Deux types de comportement mimétique

Le comportement mimétique observé doit être scindé en deux types de bien distincts de comportement collectif :

- D'un côté, il y a ce que l'on appelle le « mimétisme fallacieux ». celui-ci intervient quand un groupe a des objectifs similaires et que tous les membres disposent de la même information. Ici chacun prend ses décisions de manière s'apparentant à une forme de mimétisme. Mais ici ce comportement moutonnier peut s'appuyer sur des faits, sur des éléments fondamentaux (tels qu'une hausse soudaine des taux d'intérêt) qui auront pour effet de réduire, dans le chef des investisseurs rationnels, l'attrait pour les actions ;
- De l'autre côté, il y a ce que l'on nomme le « mimétisme intentionnel ». celui-ci intervient quand les investisseurs imitent intentionnellement, délibérément le comportement de leurs pairs. Sous cette forme de mimétisme, on retrouve souvent une stratégie commune aux investisseurs concernés connue sous le nom de positive feedback. Cette stratégie de placement dynamique consiste à acheter des titres qui ont récemment vu leur rendements surperformer le benchmark (l'indice de référence). Le mimétisme s'apparente alors à un comportement irrationnel sous l'angle de l'hypothèse d'efficience des marchés. En effet, comme nous l'avons largement explicité, l'hypothèse d'efficience des marchés prétend que le prix est censé rendre compte de toute l'information disponible.

³⁵ E.Jondeau (2001), pp, 86

³⁶ E.Jondeau (2001), pp, 86

II – comportement mimétique sur les marchés financiers

Tester le comportement mimétique des investisseurs est une tâche très délicate. En effet, chaque fois qu'une action est achetée par un intervenant elle est, bien entendu, vendue par un autre ; ainsi les opérateurs de marché ne peuvent pas appartenir tous au même groupe. Tester le comportement mimétique revient d'abord à identifier un groupe d'investisseurs actifs sur un marché et qui agissent de manière similaire, ce qui n'est pas chose aisée

Lakonishok, Shleifer et Vishny ont proposé un type de mesure statistique du comportement mimétique³⁷. Il s'agit de la mesure de la tendance moyenne d'un groupe à acheter (ou vendre) des actions en même temps par rapport à ce qui serait prévisible si chaque investisseur négociait de façon complètement indépendante. Cette mesure évalue en fait la corrélation des profils de négociation pour un certain groupe avec leur propension à vendre et acheter un panier d'actions similaires. Cette mesure est critiquable à certains égards. En effet, elle utilise que le nombre des investisseurs de part et d'autre du marché sans tenir compte du volume d'actions échangées (dans les transactions de vente ou d'achat).

Quelques années plus tard, Wermers proposa un autre indicateur du comportement de mimétisme³⁸. Celui-ci intègre non seulement l'orientation mais aussi l'intensité de l'activité de négociation des investisseurs « c'est indicateur est appelé mesure de la variation du portefeuille dans le cadre de négociations corrélées. Il évalue dans quelle mesure les parts de portefeuille assignées aux diverses actions par différents investisseurs évoluent dans la même direction³⁹. À partir de ces indicateurs du comportement mimétique, plusieurs études ont été menées afin de repérer la présence de mimétisme sur les marchés financiers.

Sur les marchés boursiers en général⁴⁰

Plusieurs études se sont penchées sur le phénomène de mimétisme sur les marchés boursiers. Nous allons ici en présenter certaines :

- les travaux de Lakonishok, Shleifer et Vishny⁴¹ et de Ginblatt, Titman et Wermers⁴² représentent les sources des premiers résultats empirique traitant du comportement mimétique sur les marchés boursiers. Ces deux études, qui se penchèrent sur le comportement d'échantillons jusqu'aux années quatre-vingts, ne relèvent que très peu d'indications d'un quelconque comportement mimétique ;

³⁷ J.Lakonishok et al (1992b)

³⁸ R.WERMERS (1994)

³⁹ E.Jondeau (2001), pp, 89

⁴⁰ E.Jondeau (2001), pp, 90-91

⁴¹ J.Lakonishok et al (1992b)

⁴² M.GRINBLATT et al. (1995)

- dans les travaux de Wermers, des données plus récentes sont examinées. Ce sont ici les portefeuilles d'actions de la quasi-totalité des fonds de placement qui existaient entre 1975 et 1994 qui sont analysés. De cette étude, des signes de mimétisme ressortent de la part de ces organismes.

Cette attitude nous apprend que les fonds qui s'orientent sur les valeurs de croissance font montre d'un mimétisme plus prononcé que ceux qui privilégient le revenu. Wermers explique ce phénomène par le fait que parmi les valeurs de croissance, nombreuses sont celles dont la capitalisation est faible. De plus, il est plus difficile de trouver des informations publiques. Tout ceci incite d'autant plus au mimétisme. Ce constat est confronté par un autre fait : il existe un mimétisme plus marqué pour les petites valeurs de croissance ;

- Plusieurs autres chercheurs se sont penchés sur l'observation de la concentration des returns de nombreux titres autour du return du marché lors de périodes de forte variation des cours. En période de turbulences sur les marchés boursiers, on observe une tendance des différentes valeurs à se regrouper autour du marché. Ainsi, les marchés adoptent une sorte de « stratégie de moindre différenciation entre les actions »⁴³. Huang et Christie par exemple, ont pu montrer, grâce à des mesures statistiques, que la dispersion autour du return de marché est plus forte durant les périodes de fortes fluctuations⁴⁴. Ces résultats peuvent être vus comme étant contraires au principe de comportement mimétique.

Cependant, le test élaboré par ces auteurs ne permet pas d'identifier toutes les formes de mimétisme⁴⁵.

⁴³ E.Jondeau (2001), pp, 90

⁴⁴ W.G.CHRISTLE ,R.D. Huang (1995)

⁴⁵ A.RICHARD (1995)

Deuxième Partie: La Partie Pratique

Chapitre III : L'étude Empirique

SECTION 1 : Action préalables a l'élaboration Du questionnaire

I - Définir l'objet de l'enquête

L'objectif de mon enquête est de tester l'existence de quatre biais individuels chez un groupe d'échantillon. Il s'agit des biais d'aversion à la perte, la confiance excessive, l'ancrage mentale et la comptabilité mentale.

II – Choisir la population

Dans mon cas, l'échantillon cible est constitué de 3 catégories :

1^{er} catégorie : Les Sociétés de bourse a savoir Wafa bourse et BMCE capital bourse

2^{ème} catégorie : Les assurances ; les fiduciaires.

3^{ème} catégorie : Les particuliers ayant une expérience ou connaissance sur la bourse.

III – La taille de l'échantillon

La taille de mon échantillon est composée de 150 personnes qui correspondent à 50 personnes pour chaque catégorie

La méthode des quotas :

	Répartition population	Echantillon

Sexe	Hommes	60 %	90
	Femmes	40 %	60
	Total	100 %	150
Profession	Wafa bourse	16.67 %	25
	BMCE capital bourse	16.67 %	25
	Fiduciaires	16.67 %	25
	Assurances	16.67 %	25
	Particuliers	33.33 %	50
	Total	100 %	150

SECTION 2 : Elaboration et Traitement du Questionnaire

I - L'élaboration du questionnaire

I - 1 - Structure du questionnaire⁴⁶

Le questionnaire est composé de 12 questions qui correspondent à 3 questions pour chaque biais à savoir :

- Le biais d'aversion à la perte : questions de 1 à 3
- Le biais de la confiance excessive : questions de 4 à 6
- Le biais le l'ancrage mental : questions de 7 à 9
- Le biais de la comptabilité mentale : questions de 10 à 12

II - Traitement des données

Une fois les données fournies j'ai procédé à l'exploitation du questionnaire à l'aide du logiciel « SPSS »⁴⁷ afin de calculer les différentes statistiques.

II – 1 - Codification des données

⁴⁶ Voir Annexe 1

⁴⁷ Voir Annexe 2

La codification est une sorte de dictionnaire qui permet de passer du langage des personnes interrogées au langage numérique.

II – 2 - Méthodes de dépouillement du questionnaire

Les résultats peuvent alors s'exprimer en chiffres. Pour faciliter l'analyse, les résultats sont couramment traités sous la forme de **tris à plat, tris croisés**.

SECTION 3 : Analyse et Interprétation des Résultats

I. - Statistiques

I – 1 - L'aversion aux pertes

Le biais d'aversion à la perte est déterminé par les trois questions suivantes : (les réponses symptomatiques de ce biais sont écrites en caractère gras)

Question 1 : Vous vendez vos titres...

- ☐ a Quand vous considérez qu'ils n'ont plus leur place dans votre portefeuille
- ☐ b Dès qu'ils ont perdu 10% de leur valeur
- ☐ c **Jamais vous attendez qu'ils remontent**

Question 2 : Si un de vos titres baisse sensiblement sans raison apparente, vous...

- ☐ a Prenez très rapidement votre perte
- ☐ b **Vous renforcez pour revenir à l'équilibre sur la ligne plus rapidement**
- ☐ c Vous faites rien et attendez que le vent tourne

Question 3 : Selon vous, le meilleur investisseur est celui qui...

- ☐ a Au portefeuille qui affiche la meilleure performance
- ☐ b **N'a jamais perdu d'argent sur une ligne**

c Ne rate jamais un titre qui flambe

Les tableaux suivants nous informent sur les pourcentages relatifs aux réponses symptomatiques par question (ces derniers sont écrites en caractère gras) :

Pour tout l'échantillon :

Question 1 "aversion a la perte"

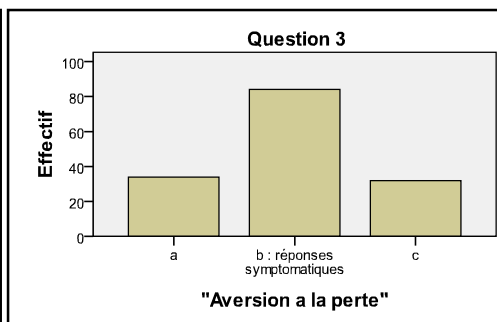
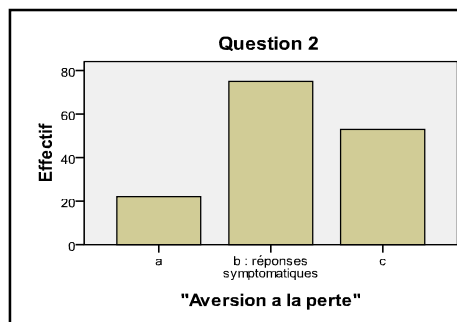
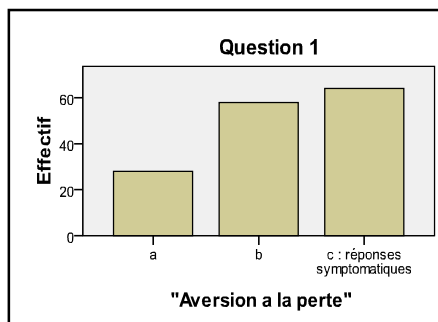
		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	a	28	18,7	18,7	18,7
	b	58	38,7	38,7	57,3
	c : réponses symptomatiques	64	42,7	42,7	100,0
	Total	150	100,0	100,0	

Question 2 "aversion a la perte"

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	a	22	14,7	14,7	14,7
	b : réponses symptomatiques	75	50,0	50,0	64,7
	c	53	35,3	35,3	100,0
	Total	150	100,0	100,0	

Question 3 "aversion a la perte"

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	a	34	22,7	22,7	22,7
	b : réponses symptomatiques	84	56,0	56,0	78,7
	c	32	21,3	21,3	100,0
	Total	150	100,0	100,0	



	a	b	c
Question1	18,7	38,7	42,7
Question2	14.7	50.0	35.5
Question3	22.7	56.0	21.3

50,56% de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais d'aversion aux pertes.

Selon le sexe

Question 1 "aversion a la perte"

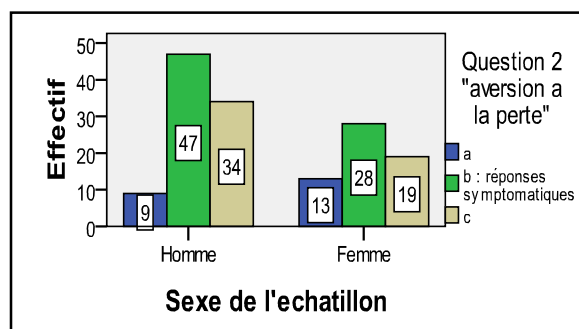
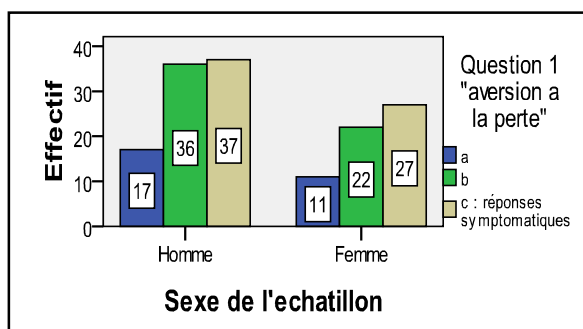
		Question 1 "aversion a la perte"			Total
		a	b	c : réponses symptomatiques	
Sexe	Homme Effectif	17	36	37	90
	% du total	11,3%	24,0%	24,7%	60,0%
	Femme Effectif	11	22	27	60
	% du total	7,3%	14,7%	18,0%	40,0%
Total	Effectif	28	58	64	150
	% du total	18,7%	38,7%	42,7%	100,0%

Question 2 "aversion a la perte"

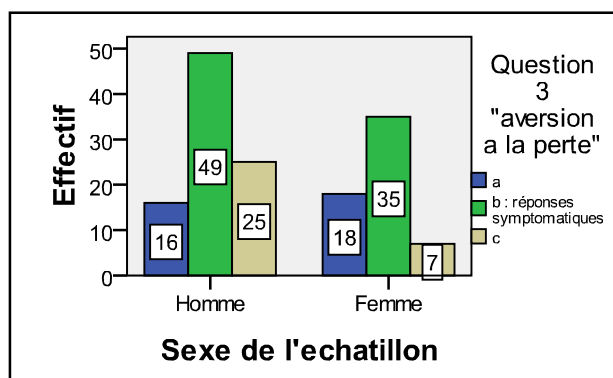
		Question 2 "aversion a la perte"			Total
		a	b : réponses symptomatiques	c	
Sexe	Homme Effectif	9	47	34	90
	% du total	6,0%	31,3%	22,7%	60,0%
	Femme Effectif	13	28	19	60
	% du total	8,7%	18,7%	12,7%	40,0%
Total	Effectif	22	75	53	150
	% du total	14,7%	50,0%	35,3%	100,0%

Question 3 "aversion a la perte"

		Question 3 "aversion a la perte"			Total
		a	b : réponses symptomatiques	c	
Sexe	Homme Effectif	16	49	25	90
	% du total	10,7%	32,7%	16,7%	60,0%
	Femme Effectif	18	35	7	60
	% du total	12,0%	23,3%	4,7%	40,0%
Total Effectif		34	84	32	150
% du total		22,7%	56,0%	21,3%	100,0%



Pour les hommes



	a	b	c
Question1	11,3	24,0	24,7
Question2	6,0	31,3	22,7
Question3	10,7	32,7	16,7

29.56 % des hommes de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais d'aversion aux pertes.

Pour les femmes

	a	b	c
Question1	7,3	14,7	18,0
Question2	8,7	18,7	12,7
Question3	22,7	56,0	21,3

30.9 % des femmes de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais d'aversion aux pertes.

Selon la profession :

Question 1 "aversion a la perte"

			Question 1 "aversion a la perte"			Total
			a	b	c : réponses symptomatiques	
profession de l'échantillon	Wafa Bourse	Effectif	5	6	14	25
		% du total	3,3%	4,0%	9,3%	16,7%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	7	12	6	25
		% du total	4,7%	8,0%	4,0%	16,7%
	Fiduciaires	Effectif	5	12	8	25
		% du total	3,3%	8,0%	5,3%	16,7%
	Assurance	Effectif	4	15	6	25
		% du total	2,7%	10,0%	4,0%	16,7%
	Particuliers	Effectif	7	13	30	50
		% du total	4,7%	8,7%	20,0%	33,3%
Total	Effectif	28	58	64	150	
	% du total	18,7%	38,7%	42,7%	100,0%	

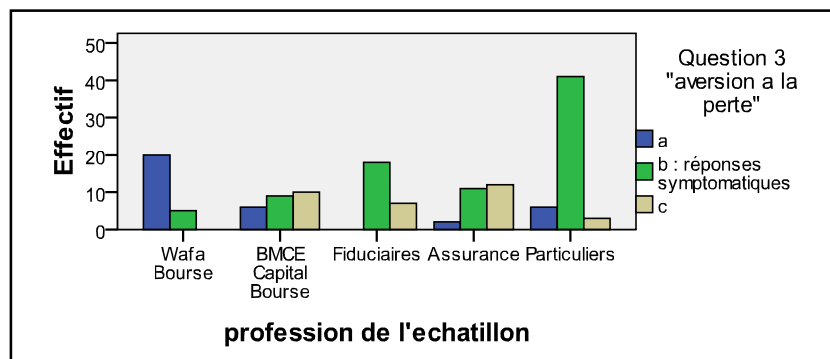
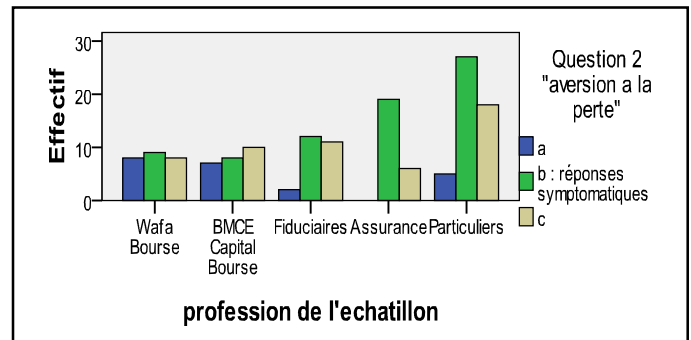
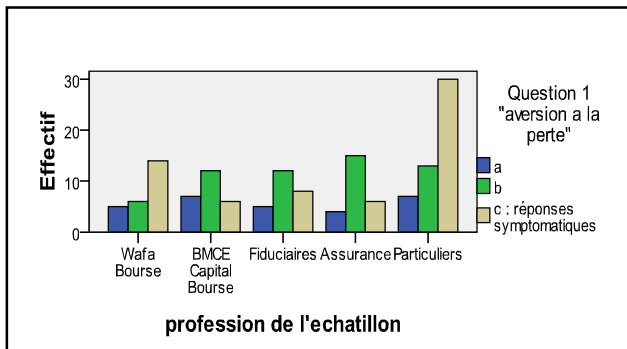
Question 2 "aversion a la perte"

	Question 2 "aversion a la perte"	Total
--	----------------------------------	-------

			a	b : réponses symptomatiques	c	
profession de l'échantillon	Wafa Bourse	Effectif	8	9	8	25
		% du total	5,3%	6,0%	5,3%	16,7%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	7	8	10	25
		% du total	4,7%	5,3%	6,7%	16,7%
	Fiduciaires	Effectif	2	12	11	25
		% du total	1,3%	8,0%	7,3%	16,7%
	Assurance	Effectif	0	19	6	25
		% du total	,0%	12,7%	4,0%	16,7%
	Particuliers	Effectif	5	27	18	50
		% du total	3,3%	18,0%	12,0%	33,3%
Total	Effectif	22	75	53	150	
	% du total	14,7%	50,0%	35,3%	100,0%	

Question 3 "aversion a la perte"

			Question 3 "aversion a la perte"			Total
			a	b : réponses symptomatiques	c	
profession de l'échantillon	Wafa Bourse	Effectif	20	5	0	25
		% du total	13,3%	3,3%	,0%	16,7%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	6	9	10	25
		% du total	4,0%	6,0%	6,7%	16,7%
	Fiduciaires	Effectif	0	18	7	25
		% du total	,0%	12,0%	4,7%	16,7%
	Assurance	Effectif	2	11	12	25
		% du total	1,3%	7,3%	8,0%	16,7%
	Particuliers	Effectif	6	41	3	50
		% du total	4,0%	27,3%	2,0%	33,3%
Total	Effectif	34	84	32	150	
	% du total	22,7%	56,0%	21,3%	100,0%	



Pour les sociétés de bourse Wafa bourse et BMCE Capital Bourse :

	a	b	c
Question1	8	12	13.3
Question2	10	11.3	12
Question3	17.3	9.3	6.7

11.3% des sociétés de bourse de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais d'aversion aux pertes.

Pour les fiduciaires et les assurances :

	a	b	c
Question1	6	18	9.3
Question2	1.3	20.7	11.3
Question3	1.3	19.3	12.7

16.43% des fiduciaires et des assurances de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais d'aversion aux pertes.

Pour les particuliers :

	a	b	c
Question1	4,7	8,7	20,0
Question2	3,3	18,0	12,0
Question3	4,0	27,3	2,0

21.77% des particuliers de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais d'aversion aux pertes.

I - 2 - La confiance excessive

Le biais de la confiance excessive est déterminé par les trois questions suivantes : (les réponses symptomatiques de ce biais sont écrites en caractère gras)

Question 4 : En moyenne, vous conservez une ligne plutôt...

- a un mois**
- b un an
- c cinq ans

Question 5 : Vous gérez vous-même votre portefeuille parce que...

- a C'est plus amusant
- b Vous avez confiance dans vos intuitions**
- c Les commissions des sociétés de gestion sont trop importantes

Question 6 : Diriez-vous qu'au quotidien vous avez...

- a** Plutôt de la chance
- b Plutôt pas de chance
- c Aucun des deux

Les pourcentages relatifs aux réponses symptomatiques par question (sont écrites en caractère gras) sont donnés dans les tableaux suivants :

Pour tout l'échantillon :

Question 4 "Confiance excessive"

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide a : réponses symptomatiques	48	32,0	32,0	32,0
b	65	43,3	43,3	75,3
c	37	24,7	24,7	100,0
Total	150	100,0	100,0	

Question 5 "Confiance excessive"

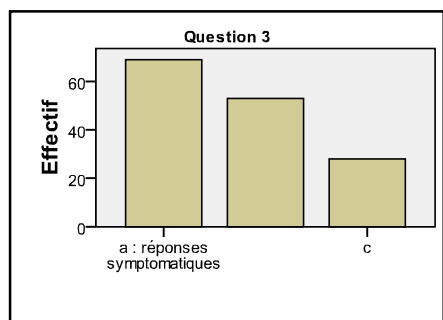
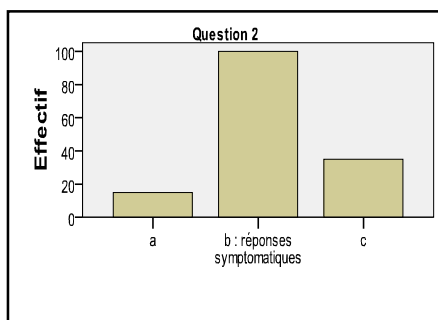
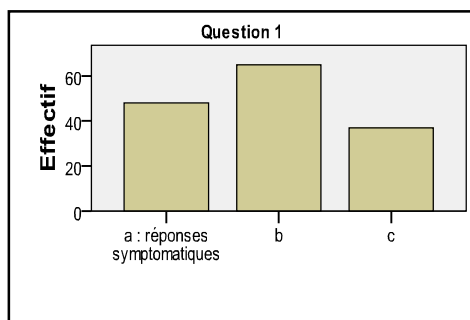
	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide a	15	10,0	10,0	10,0
b : réponses symptomatiques	100	66,7	66,7	76,7
c	35	23,3	23,3	100,0

Question 5 "Confiance excessive"

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide a	15	10,0	10,0	10,0
b : réponses symptomatiques	100	66,7	66,7	76,7
c	35	23,3	23,3	100,0
Total	150	100,0	100,0	

Question 6 "Confiance excessive"

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide a : réponses symptomatiques	69	46,0	46,0	46,0
b	53	35,3	35,3	81,3
c	28	18,7	18,7	100,0
Total	150	100,0	100,0	



	a	b	c
Question4	32	43.3	24.7
Question5	10	66.7	23.3
Question6	46	35.3	18.7

48.23% de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de confiance excessive.

Selon le sexe

Question 1 "Confiance excessive"

		Question 1 "Confiance excessive"			Total	
		a : réponses symptomatiques	b	c		
Sexe	Homme	Effectif	30	38	22	90
		% du total	20,0%	25,3%	14,7%	60,0%
	Femme	Effectif	18	27	15	60
		% du total	12,0%	18,0%	10,0%	40,0%
Total		Effectif	48	65	37	150

Question 1 "Confiance excessive"

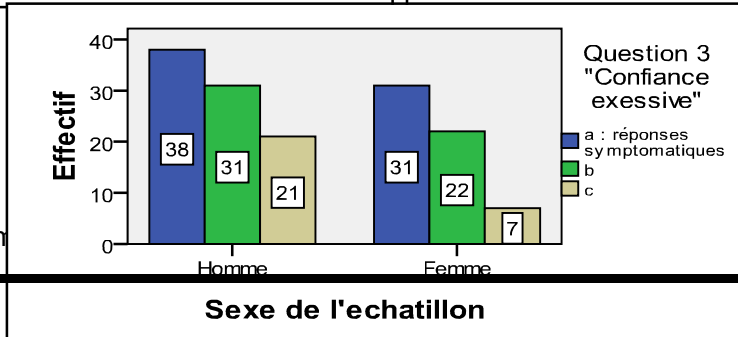
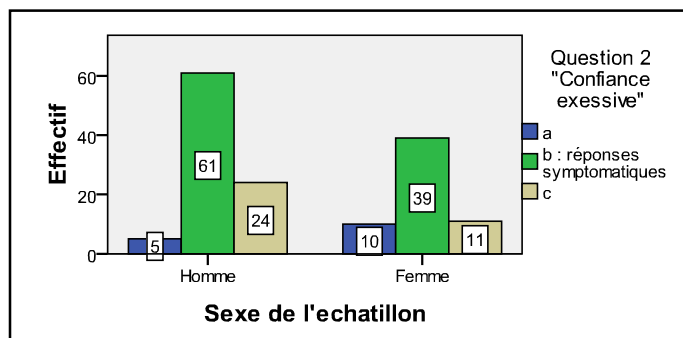
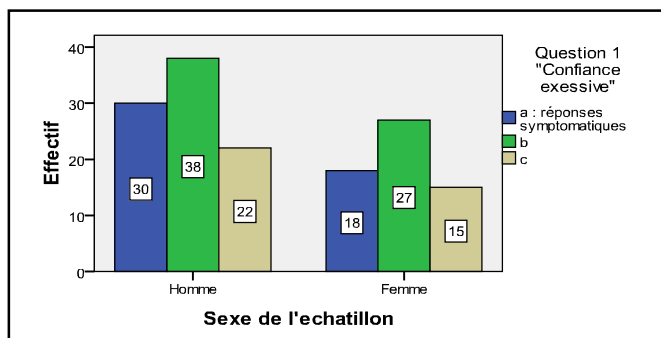
		Question 1 "Confiance excessive"			Total	
		a : réponses symptomatiques	b	c		
Sexe	Homme	Effectif	30	38	22	90
		% du total	20,0%	25,3%	14,7%	60,0%
	Femme	Effectif	18	27	15	60
		% du total	12,0%	18,0%	10,0%	40,0%
Total		Effectif	48	65	37	150
		% du total	32,0%	43,3%	24,7%	100,0%

Question 2 "Confiance excessive"

		Question 2 "Confiance excessive"			Total	
		a	b : réponses symptomatiques	c		
Sexe	Homme	Effectif	5	61	24	90
		% du total	3,3%	40,7%	16,0%	60,0%
	Femme	Effectif	10	39	11	60
		% du total	6,7%	26,0%	7,3%	40,0%
Total		Effectif	15	100	35	150
		% du total	10,0%	66,7%	23,3%	100,0%

Question 3 "Confiance excessive"

		Question 3 "Confiance excessive"			Total
		a : réponses symptomatiques	b	c	
Sexe	Homme Effectif	38	31	21	90
	% du total	25,3%	20,7%	14,0%	60,0%
	Femme Effectif	31	22	7	60
	% du total	20,7%	14,7%	4,7%	40,0%
Total	Effectif	69	53	28	150
	% du total	46,0%	35,3%	18,7%	100,0%



Pour les hommes :

	a	b	c
Question4	20,0	25,3	14,7
Question5	3,3	40,7	16,0
Question6	25,3	20,7	14,0

28.66% des hommes de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de confiance excessive

Pour les femmes :

	a	b	c
Question4	12,0%	18,0%	10,0%
Question5	6,7%	26,0%	7,3%
Question6	20,7%	14,7%	4,7%

19.56 % des femmes de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de confiance excessive

Selon la profession :

Question 4 "Confiance excessive"

			Question 4 "Confiance excessive"			Total
			a : réponses symptomatiques	b	c	
profession	Wafa Bourse	Effectif	8	11	6	25
		% du total	5,3%	7,3%	4,0%	16,7%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	6	15	4	25
		% du total	4,0%	10,0%	2,7%	16,7%

Fiduciaires	Effectif	4	15	6	25
	% du total	2,7%	10,0%	4,0%	16,7%
Assurance	Effectif	4	15	6	25
	% du total	2,7%	10,0%	4,0%	16,7%
Particuliers	Effectif	26	9	15	50
	% du total	17,3%	6,0%	10,0%	33,3%
Total	Effectif	48	65	37	150
	% du total	32,0%	43,3%	24,7%	100,0%

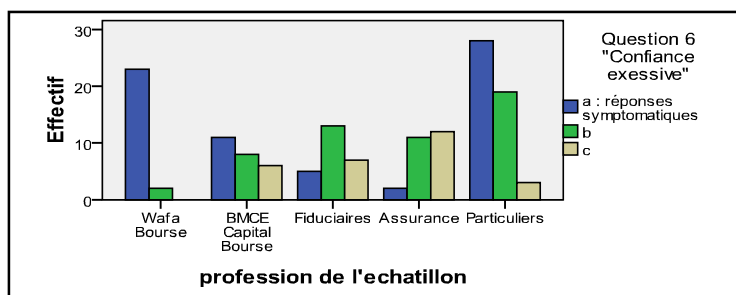
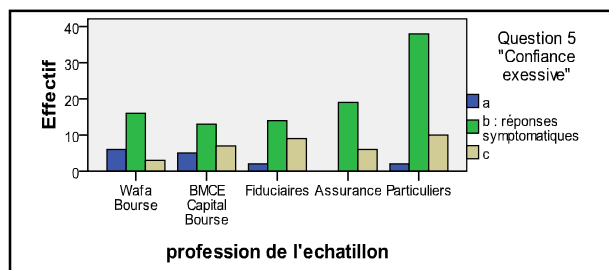
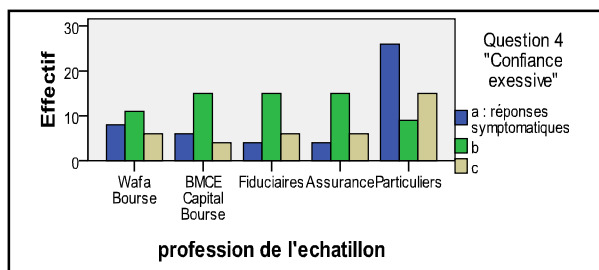
Question 5 "Confiance excessive"

		Question 5 "Confiance excessive"			Total	
		a	b : réponses symptomatiques	c		
profession de l'échantillon	Wafa Bourse	Effectif	6	16	3	25
		% du total	4,0%	10,7%	2,0%	16,7%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	5	13	7	25
		% du total	3,3%	8,7%	4,7%	16,7%
	Fiduciaires	Effectif	2	14	9	25
		% du total	1,3%	9,3%	6,0%	16,7%
	Assurance	Effectif	0	19	6	25
		% du total	,0%	12,7%	4,0%	16,7%
	Particuliers	Effectif	2	38	10	50
		% du total	1,3%	25,3%	6,7%	33,3%
Total		Effectif	15	100	35	150
		% du total	10,0%	66,7%	23,3%	100,0%

Question 6 "Confiance excessive"

		Question 6 "Confiance excessive"			Total	
		a : réponses symptomatiques	b	c		
profession de	Wafa Bourse	Effectif	23	2	0	25
		% du total	15,3%	1,3%	,0%	16,7%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	11	8	6	25
		% du total	7,3%	5,3%	4,0%	16,7%
	Fiduciaires	Effectif	5	13	7	25
		% du total	3,3%	8,7%	4,7%	16,7%

Assurance	Effectif	2	11	12	25
	% du total	1,3%	7,3%	8,0%	16,7%
Particuliers	Effectif	28	19	3	50
	% du total	18,7%	12,7%	2,0%	33,3%
Total	Effectif	69	53	28	150
	% du total	46,0%	35,3%	18,7%	100,0%



Pour les sociétés de bourse Wafa bourse et BMCE Capital Bourse :

	a	b	c
Question4	9.3	17.3	6.7
Question5	7.3	19.4	6.7
Question6	22.6	6.6	4

17.1 % des sociétés de bourse de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de confiance excessive.

Pour les fiduciaires et les assurances :

	a	b	c
Question4	5.4	20	8
Question5	1.3	22	10
Question6	4.6	16	12.7

10.66% des fiduciaires et des assurances de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de confiance excessive.

Pour les particuliers :

	a	b	c
Question4	17,3%	6,0%	10,0%
Question5	1,3%	25,3%	6,7%
Question6	18,7%	12,7%	2,0%

20.43% des particuliers de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de confiance excessive.

I - 3 - L'ancrage mental

Le biais de l'ancrage mental est déterminé par les trois questions suivantes : (les réponses symptomatiques de ce biais sont écrites en caractère gras)

Question 7 : Quand vous avez perdu de l'argent sur une valeur, vous...

- a Ne réinvestissez plus jamais dessus**
- b Essayez de regagner avec elle très rapidement
- c La regarder de temps en temps pour voir l'évolution de son cours

Question 8 : Si le lendemain du jour où vous avez acheté un titre vous apprenez une information qui remet en cause votre analyse, vous...

- a Revoyez votre analyse et, le cas échéant, revendez le titre
- b Attendez qu'une autre information vienne conforter l'une ou l'autre des positions
- c **Relativisez la portée de l'information**

Question 9 : Vous pensez qu'en Bourse la première idée

- a **Est toujours la bonne**
- b Ne doit jamais être suivie
- c Est souvent bonne quand il s'agit de vendre et mauvaise quand il s'agit d'acheter

Les tableaux suivants nous informent sur les pourcentages relatifs aux réponses symptomatiques par question (ces derniers sont écrits en caractère gras) :

Pour tout l'échantillon :

Question 7 "L'ancrage mental"

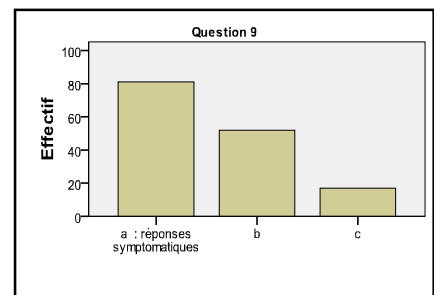
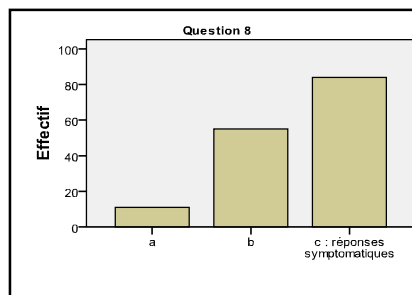
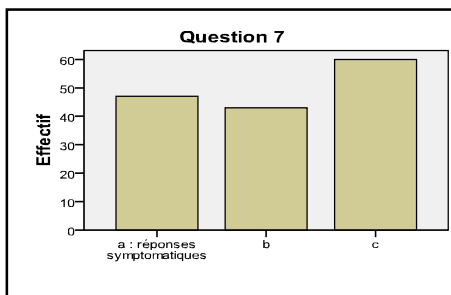
	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide a : réponses symptomatiques	47	31,3	31,3	31,3
b	43	28,7	28,7	60,0
c	60	40,0	40,0	100,0
Total	150	100,0	100,0	

Question 8 "L'ancrage mental"

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide a	11	7,3	7,3	7,3
b	55	36,7	36,7	44,0
c : réponses symptomatiques	84	56,0	56,0	100,0
Total	150	100,0	100,0	

Question 9 "L'ancrage mental"

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide a : réponses symptomatiques	81	54,0	54,0	54,0
b	52	34,7	34,7	88,7
c	17	11,3	11,3	100,0
Total	150	100,0	100,0	



	a	b	c
Question7	31.3	28.7	40
Question8	7.3	36.7	56
Question9	54	34.7	11.3

47.1% de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de L'ancrage mental.

Selon le sexe

Question 7 "L'ancrage mental"

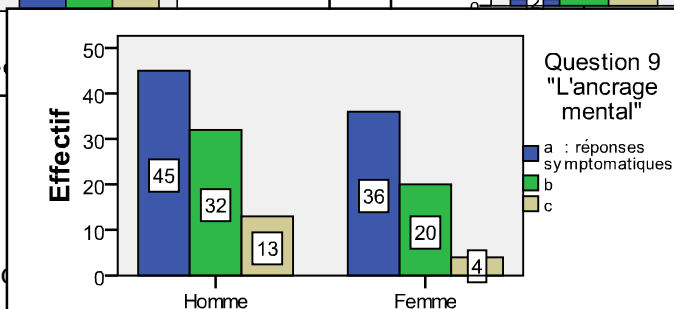
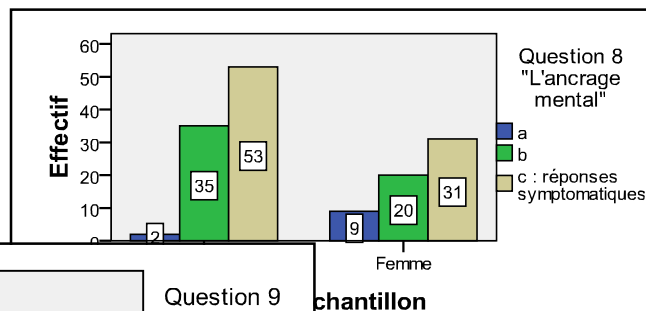
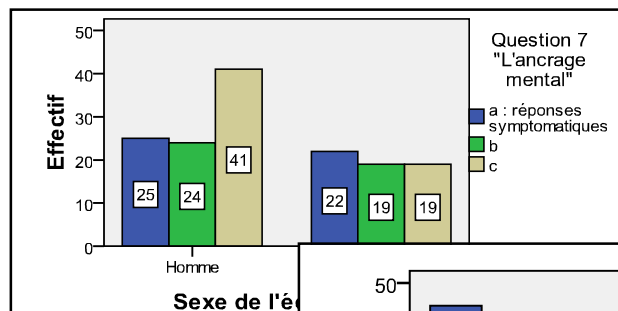
		Question 7 "L'ancrage mental"			Total
		a : réponses symptomatiques	b	c	
Sexe	Homme Effectif	25	24	41	90
	% du total	16,7%	16,0%	27,3%	60,0%
	Femme Effectif	22	19	19	60
	% du total	14,7%	12,7%	12,7%	40,0%
Total		Effectif	47	43	60
		% du total	31,3%	28,7%	40,0%
					150
					100,0%

Question 8 "L'ancrage mental"

		Question 8 "L'ancrage mental"			Total
		a	b	c : réponses symptomatiques	
Sexe	Homme Effectif	2	35	53	90
	% du total	1,3%	23,3%	35,3%	60,0%
Femme Effectif		9	20	31	60
	% du total	6,0%	13,3%	20,7%	40,0%
Total	Effectif	11	55	84	150
	% du total	7,3%	36,7%	56,0%	100,0%

Question 9 "L'ancrage mental"

		Question 9 "L'ancrage mental"			Total
		a : réponses symptomatiques	b	c	
Sexe	Homme Effectif	45	32	13	90
	% du total	30,0%	21,3%	8,7%	60,0%
Femme Effectif		36	20	4	60
	% du total	24,0%	13,3%	2,7%	40,0%
Total	Effectif	81	52	17	150
	% du total	54,0%	34,7%	11,3%	100,0%



Pour les hommes :

	a	b	c
Question7	16,7	16,0	27,3
Question8	1,3	23,3	35,3
Question9	30,0	21,3	8,7

27.33% des hommes de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de L'ancrage mental.

Pour les femmes :

	a	b	c
Question7	14,7	12,7	12,7
Question8	6,0	13,3	20,7
Question9	24,0	13,3	2,7

19.8% des femmes de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de L'ancrage mental.

Selon la profession :

Question 7 "L'ancrage mental"

		Question 7 "L'ancrage mental"			Total
		a : réponses symptomatiques	b	c	
profession de l'échantillon	Wafa Bourse Effectif	5	7	13	25
	% du total	3,3%	4,7%	8,7%	16,7%
	BMCE Capital Bourse Effectif	15	9	1	25
	% du total	10,0%	6,0%	,7%	16,7%
	Fiduciaires Effectif	6	10	9	25
	% du total	4,0%	6,7%	6,0%	16,7%
	Assurance Effectif	7	10	8	25
	% du total	4,7%	6,7%	5,3%	16,7%
	Particuliers Effectif	14	7	29	50
	% du total	9,3%	4,7%	19,3%	33,3%
Total Effectif		47	43	60	150
% du total		31,3%	28,7%	40,0%	100,0%

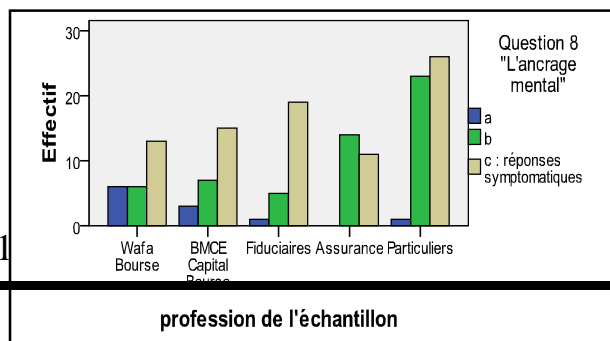
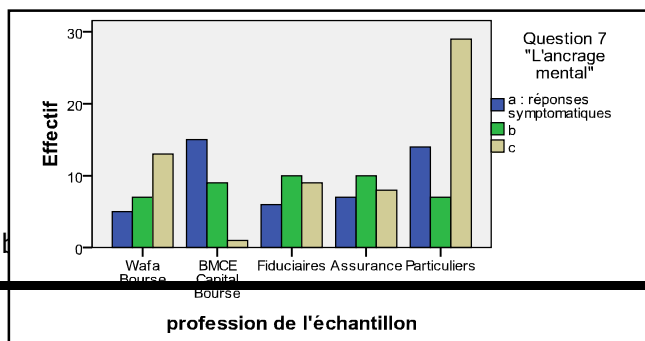
Question 8 "L'ancrage mental"

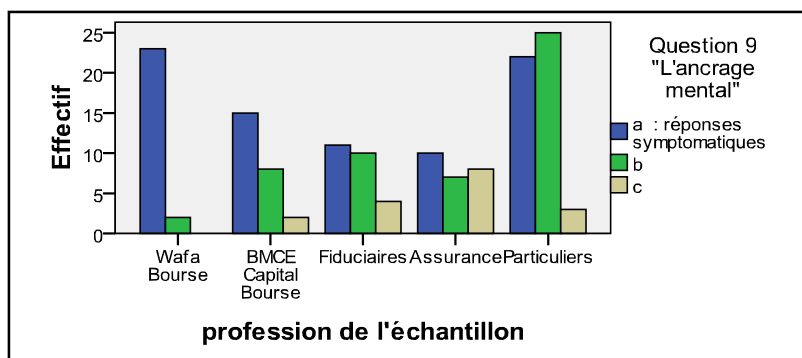
	Question 8 "L'ancrage mental"	Total
--	-------------------------------	-------

		a	b	c : réponses symptomatiques	
profession de l'échantillon	Wafa Bourse	Effectif	6	6	13
		% du total	4,0%	4,0%	8,7%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	3	7	15
		% du total	2,0%	4,7%	10,0%
	Fiduciaires	Effectif	1	5	19
		% du total	,7%	3,3%	12,7%
	Assurance	Effectif	0	14	11
		% du total	,0%	9,3%	7,3%
	Particuliers	Effectif	1	23	26
		% du total	,7%	15,3%	17,3%
Total		Effectif	11	55	84
		% du total	7,3%	36,7%	56,0%

Question 9 "L'ancrage mental"

		Question 9 "L'ancrage mental"			Total
		a : réponses symptomatiques	b	c	
profession de l'échantillon	Wafa Bourse	Effectif	23	2	0
		% du total	15,3%	1,3%	,0%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	15	8	2
		% du total	10,0%	5,3%	1,3%
	Fiduciaires	Effectif	11	10	4
		% du total	7,3%	6,7%	2,7%
	Assurance	Effectif	10	7	8
		% du total	6,7%	4,7%	5,3%
	Particuliers	Effectif	22	25	3
		% du total	14,7%	16,7%	2,0%
Total		Effectif	81	52	17
		% du total	54,0%	34,7%	11,3%





Pour les sociétés de bourse Wafa bourse et BMCE Capital Bourse :

	a	b	c
Question7	13.3	10.7	9.4
Question8	6	8.7	18.7
Question9	25.3	6.6	1.3

19.1 % des sociétés de bourse de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de L' ancrage mental.

Pour les fiduciaires et les assurances :

	a	b	c
Question7	8.7	13.4	11.3
Question8	0.7	12.6	20
Question9	14	11.4	8

14.23% des fiduciaires et des assurances de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de L' ancrage mental.

Pour les particuliers :

	a	b	c
Question7	9,3	4,7	19,3
Question8	0,7	15,3	17,3
Question9	14,7	16,7	2,0

13.76% des particuliers de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de L'ancrage mental.

I - 4 - La comptabilité mentale

Le biais de la comptabilité mentale est déterminé par les trois questions suivantes : (les réponses symptomatiques de ce biais sont écrites en caractère gras) :

Question 10 : Depuis un certain temps vous suivez un titre dont le potentiel vous paraît très important. Fautes de liquidités vous n'avez pas pu l'acheter mais cela n'a pas porté à conséquences car le cours est hésitant. Seulement subitement le titre prend 10% et de votre côté des liquidités se dégagent. Que faites-vous ?

- ☐ a Vous achetez malgré la hausse
- ☒ b **Vous attendez que le titre revienne sur ses niveaux habituels pour passer un ordre d'achat**
- ☐ c Vous réfléchissez

Question 11 : Quand vous constituez vos lignes, vous...

- ☐ a Faites attention à ce qu'aucune ligne n'ait un poids trop important
- ☒ b **Vous essayez à ce que chaque ligne « pèse » autant que les autres**
- ☐ c Pas de répartition .un mois vous pouvez avoir dix lignes un autre seulement trois

Question 12: Si vous terminez une année en perte, vous...

- ☒ a **Pensez que vous devez vous rattraper l'année suivante**
- ☐ b Arrêtez d'investir en Bourse
- ☐ c Considérez que ce n'est qu'anecdotique par rapport à tout ce que vous allez gagner

Les pourcentages relatifs aux réponses symptomatiques par question (sont écrites en caractère gras) sont donnés dans les tableaux suivants :

Pour tout l'échantillon :

Question 10 "La comptabilité mentale"

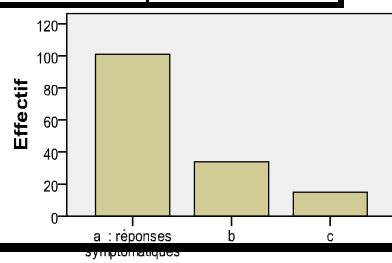
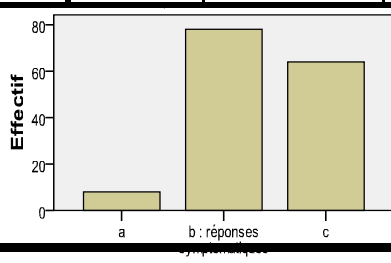
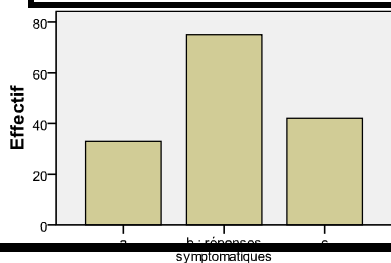
		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	a	33	22,0	22,0	22,0
	b : réponses symptomatiques	75	50,0	50,0	72,0
	c	42	28,0	28,0	100,0
	Total	150	100,0	100,0	

Question 11 "La comptabilité mentale"

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	a	8	5,3	5,3	5,3
	b : réponses symptomatiques	78	52,0	52,0	57,3
	c	64	42,7	42,7	100,0
	Total	150	100,0	100,0	

Question 12 "La comptabilité mentale"

		Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	a : réponses symptomatiques	101	67,3	67,3	67,3
	b	34	22,7	22,7	90,0
	c	15	10,0	10,0	100,0
	Total	150	100,0	100,0	



	a	b	c
Question10	22	50	28
Question11	5.3	52	42.7
Question12	67.3	22.7	10

56.43% de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de La comptabilité mentale.

Selon le sexe

Question 10 "La comptabilité mentale"

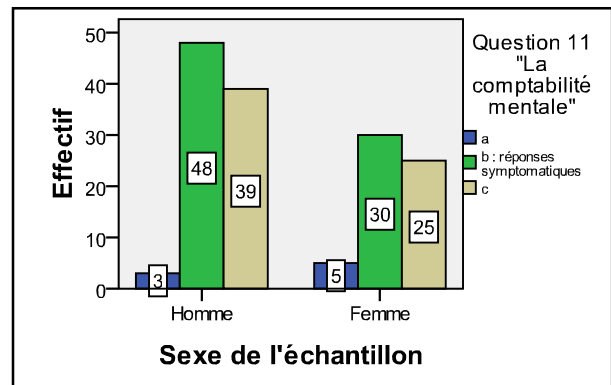
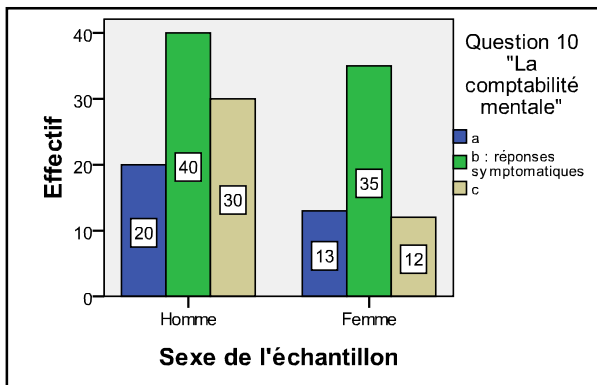
		Question 10 "La comptabilité mentale"			Total
		a	b : réponses symptomatiques	c	
Sexe	Homme Effectif	20	40	30	90
	% du total	13,3%	26,7%	20,0%	60,0%
	Femme Effectif	13	35	12	60
	% du total	8,7%	23,3%	8,0%	40,0%
Total Effectif		33	75	42	150
% du total		22,0%	50,0%	28,0%	100,0%

Question 11 "La comptabilité mentale"

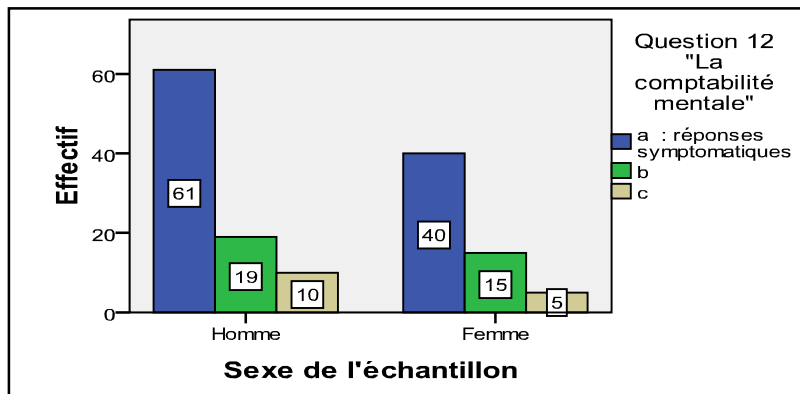
		Question 11 "La comptabilité mentale"			Total
		a	b : réponses symptomatiques	c	
Sexe	Homme Effectif	3	48	39	90
	% du total	2,0%	32,0%	26,0%	60,0%
	Femme Effectif	5	30	25	60
	% du total	3,3%	20,0%	16,7%	40,0%
Total Effectif		8	78	64	150
% du total		5,3%	52,0%	42,7%	100,0%

Question 12 "La comptabilité mentale"

		Question 12 "La comptabilité mentale"			Total
		a : réponses symptomatiques	b	c	
Sexe	Homme Effectif	61	19	10	90
	% du total	40,7%	12,7%	6,7%	60,0%
	Femme Effectif	40	15	5	60
	% du total	26,7%	10,0%	3,3%	40,0%
Total Effectif		101	34	15	150
% du total		67,3%	22,7%	10,0%	100,0%



Pour les



hommes :

	a	b	c
Question10	13,3	26,7	20,0
Question11	2,0	32,0	26,0
Question12	40,7	12,7	6,7

33.13% des hommes de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de La comptabilité mentale.

Pour les femmes :

	a	b	c
Question10	8,7%	23,3%	8,0%
Question11	3,3%	20,0%	16,7%

Question12	26,7%	10,0%	3,3%
------------	-------	-------	------

23.33% des femmes de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de La comptabilité mentale.

Selon la profession :

Question 10 "La comptabilité mentale"

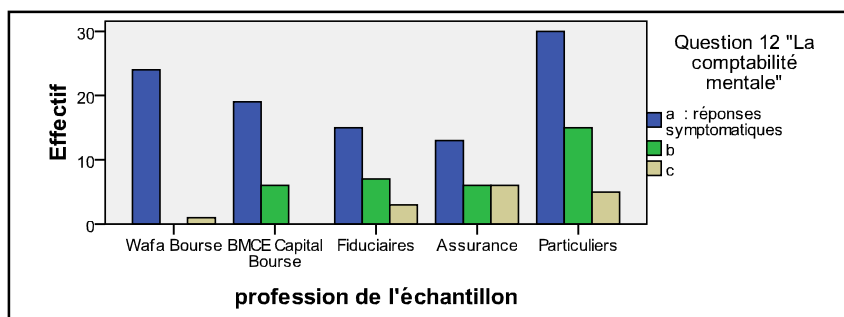
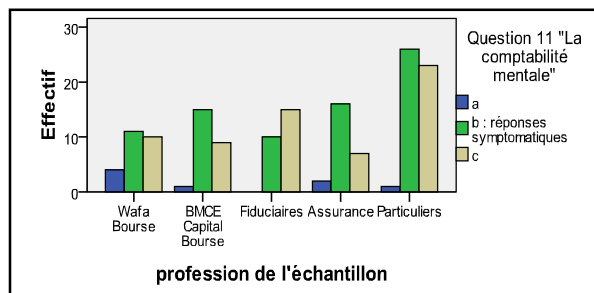
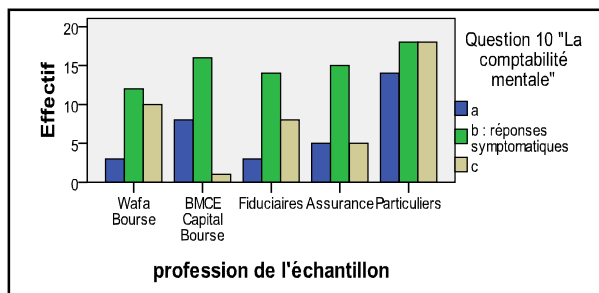
		Question 10 "La comptabilité mentale"			Total
		a	b : réponses symptomatiques	c	
profession de l'échantillon	Wafa Bourse Effectif	3	12	10	25
	% du total	2,0%	8,0%	6,7%	16,7%
	BMCE Capital Bourse Effectif	8	16	1	25
	% du total	5,3%	10,7%	,7%	16,7%
	Fiduciaires Effectif	3	14	8	25
	% du total	2,0%	9,3%	5,3%	16,7%
	Assurance Effectif	5	15	5	25
	% du total	3,3%	10,0%	3,3%	16,7%
	Particuliers Effectif	14	18	18	50
	% du total	9,3%	12,0%	12,0%	33,3%
Total		Effectif 33	75	42	150
		% du total 22,0%	50,0%	28,0%	100,0%

Question 11 "La comptabilité mentale"

		Question 11 "La comptabilité mentale"			Total
		a	b : réponses symptomatiques	c	
profession de l'échantillon	Wafa Bourse Effectif	4	11	10	25
	% du total	2,7%	7,3%	6,7%	16,7%
	BMCE Capital Bourse Effectif	1	15	9	25
	% du total	,7%	10,0%	6,0%	16,7%
	Fiduciaires Effectif	0	10	15	25
	% du total	,0%	6,7%	10,0%	16,7%
	Assurance Effectif	2	16	7	25
	% du total	1,3%	10,7%	4,7%	16,7%
	Particuliers Effectif	1	26	23	50
	% du total	,7%	17,3%	15,3%	33,3%
Total		Effectif 8	78	64	150
		% du total 5,3%	52,0%	42,7%	100,0%

Question 12 "La comptabilité mentale"

		Question 12 "La comptabilité mentale"			Total	
		a : réponses symptomatiques	b	c		
profession de l'échantillon	Wafa Bourse	Effectif	24	0	1	25
		% du total	16,0%	,0%	,7%	16,7%
	BMCE Capital Bourse	Effectif	19	6	0	25
		% du total	12,7%	4,0%	,0%	16,7%
	Fiduciaires	Effectif	15	7	3	25
		% du total	10,0%	4,7%	2,0%	16,7%
	Assurance	Effectif	13	6	6	25
		% du total	8,7%	4,0%	4,0%	16,7%
	Particuliers	Effectif	30	15	5	50
		% du total	20,0%	10,0%	3,3%	33,3%
Total		Effectif	101	34	15	150
		% du total	67,3%	22,7%	10,0%	100,0%



Pour les sociétés de bourse Wafa bourse et BMCE Capital Bourse :

	a	b	c
Question10	7.3	18.7	7.4
Question11	3.4	17.3	12.7
Question12	28.7	4	0.7

21.57 % des sociétés de bourse de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de La comptabilité mentale.

Pour les fiduciaires et les assurances :

	a	b	c
Question10	5.3	19.3	8.6
Question11	1.3	17.4	14.7
Question12	18.7	8.7	6

18.46% des fiduciaires et des assurances de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais La comptabilité mentale.

Pour les particuliers :

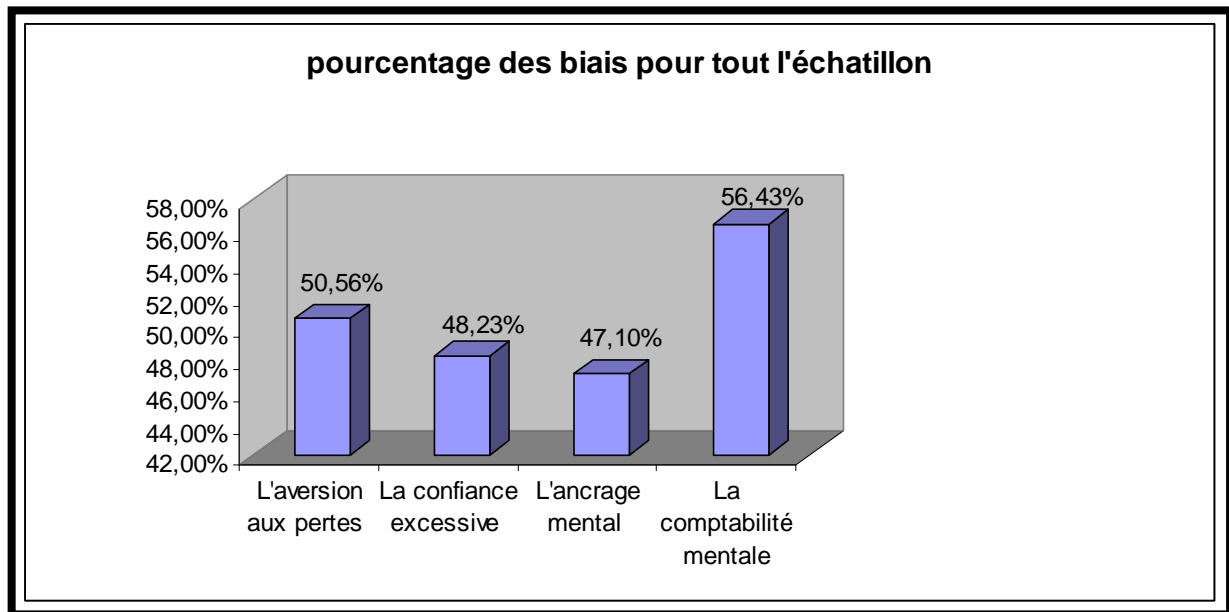
	a	b	c
Question10	9,3	12,0	12,0
Question11	0,7	17,3	15,3
Question12	20,0	10,0	3,3

16.43% des particuliers de notre échantillon (c'est la moyenne des pourcentages des réponses symptomatiques de ce biais) est sujet au biais de La comptabilité mentale.

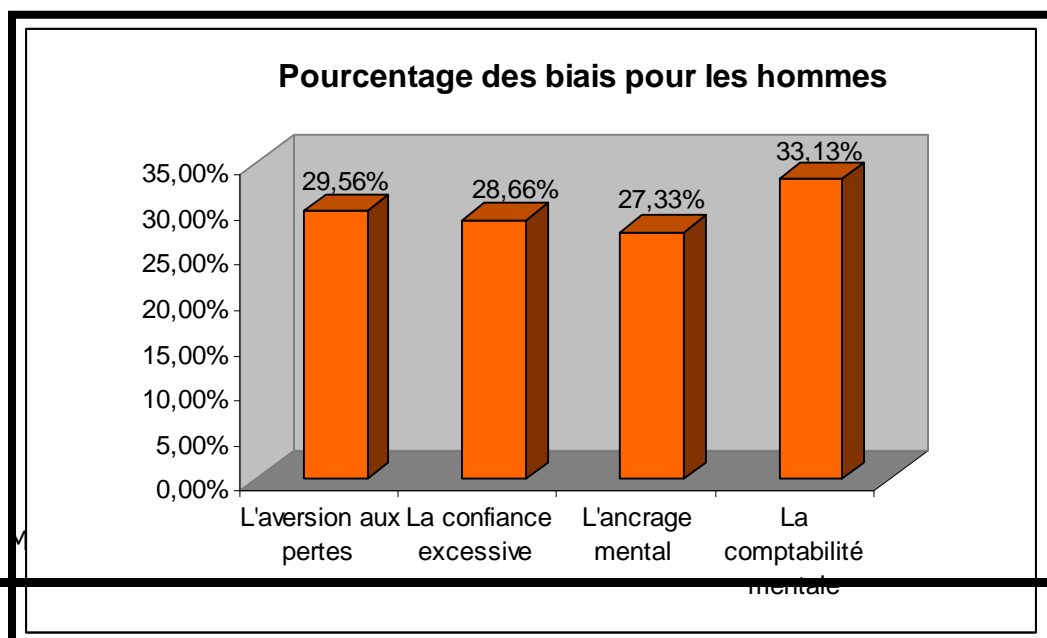
II - Interprétation

II - 1 - Interprétation générale

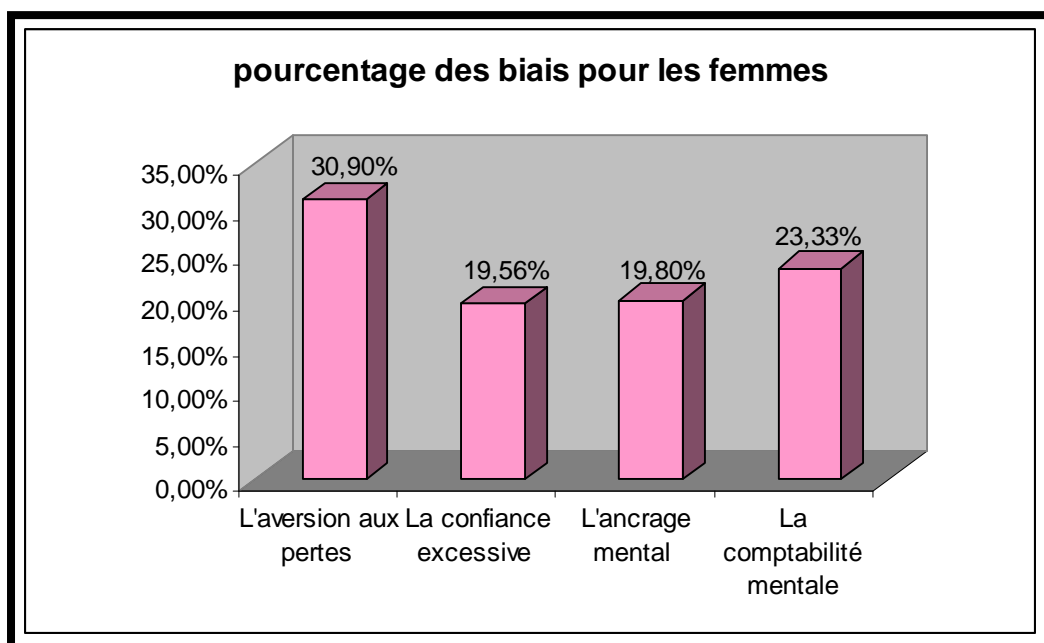
L'analyse des résultats montre que les personnes de notre échantillon sont affectés par des biais psychologiques à savoir l'aversion aux pertes, la confiance excessive, l'ancrage mental et la comptabilité mentale et ce en pourcentages différentes.



D'après ce graphique on remarque que la comptabilité mentale est fortement présente dans mon échantillon à 56.43% et pas loin de l'aversion aux pertes d'un pourcentage de 50.56% tandis que le troisième biais est celui de la confiance excessive avec un pourcentage de 48.23 %. Il est à noter aussi que le biais de l'ancrage mental est le biais le moins présent, il présente un pourcentage très proche de celui de la confiance excessive à savoir 47.10 %.

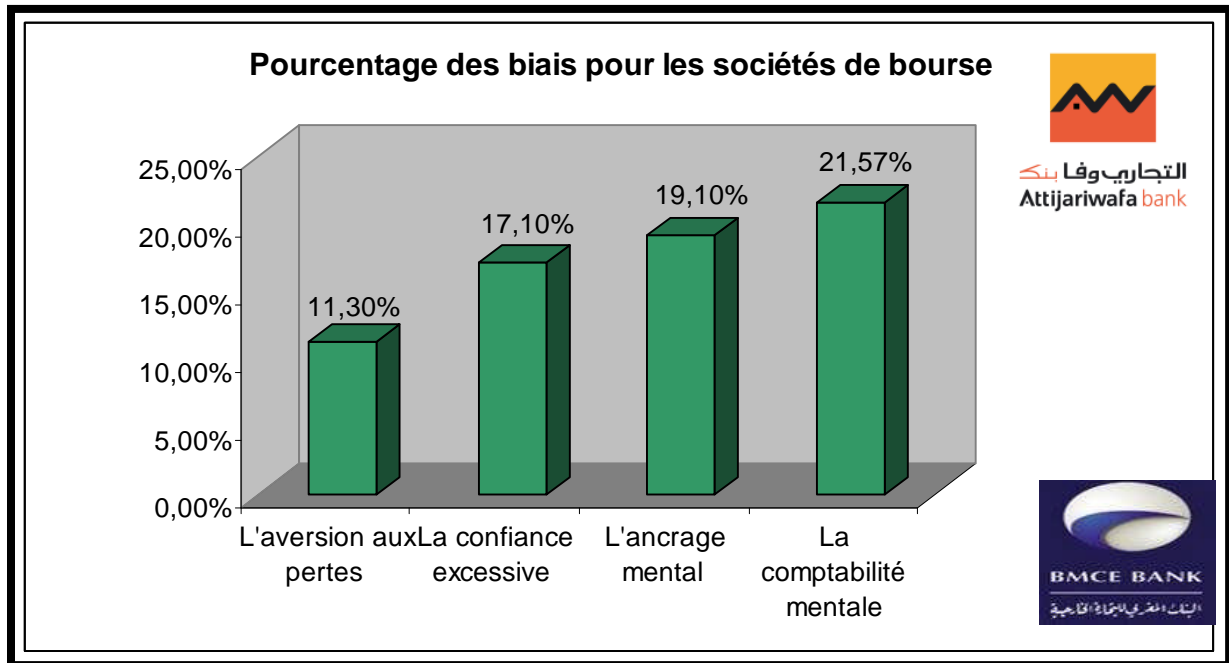


Le biais le plus présent chez les hommes de mon échantillon est celui de la comptabilité mentale avec un pourcentage de 33,13% tandis que les autres biais à savoir l'aversion aux pertes, la confiance excessive et l'ancrage mental sont proche d'un pourcentage respectivement de 29.56%, 28.66% et 27,33%



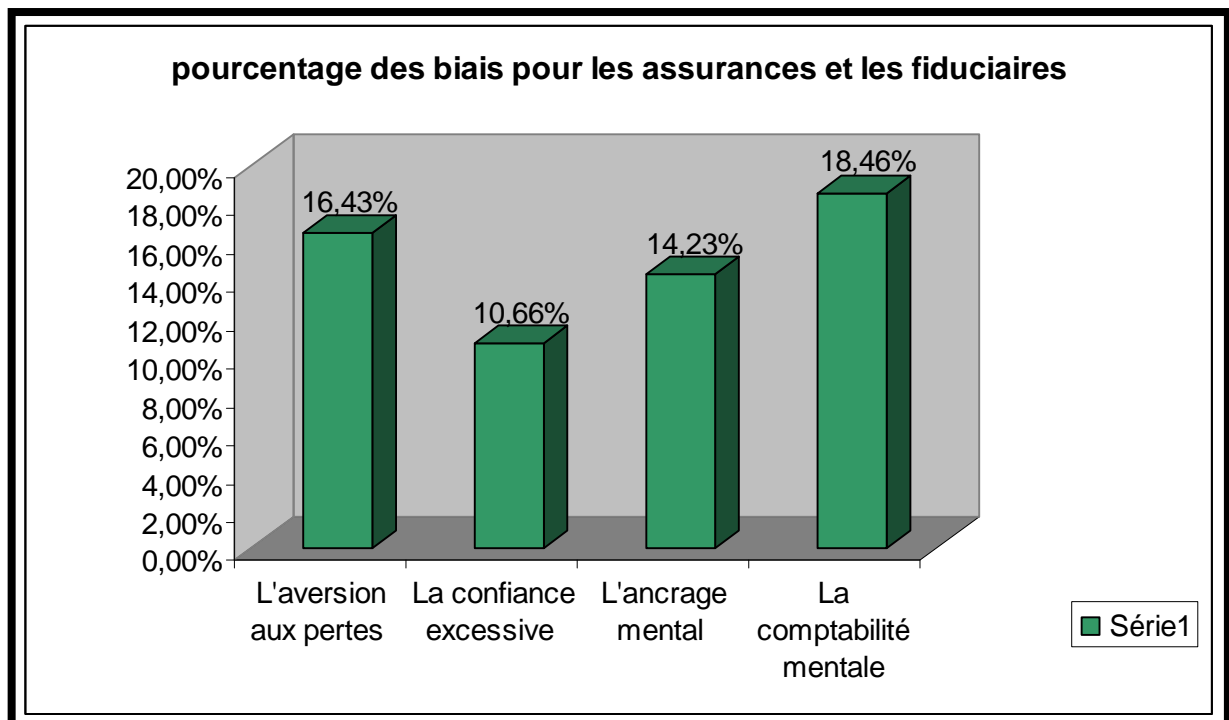
Le biais le plus présent chez les femmes de mon échantillon est celui de l'aversion aux pertes avec un pourcentage de 30.90% tandis que les autres biais à savoir la comptabilité mentale, l'ancrage mental

et la confiance excessive sont proche d'un pourcentage respectivement de 23.33% , 19.80% et 19.56%

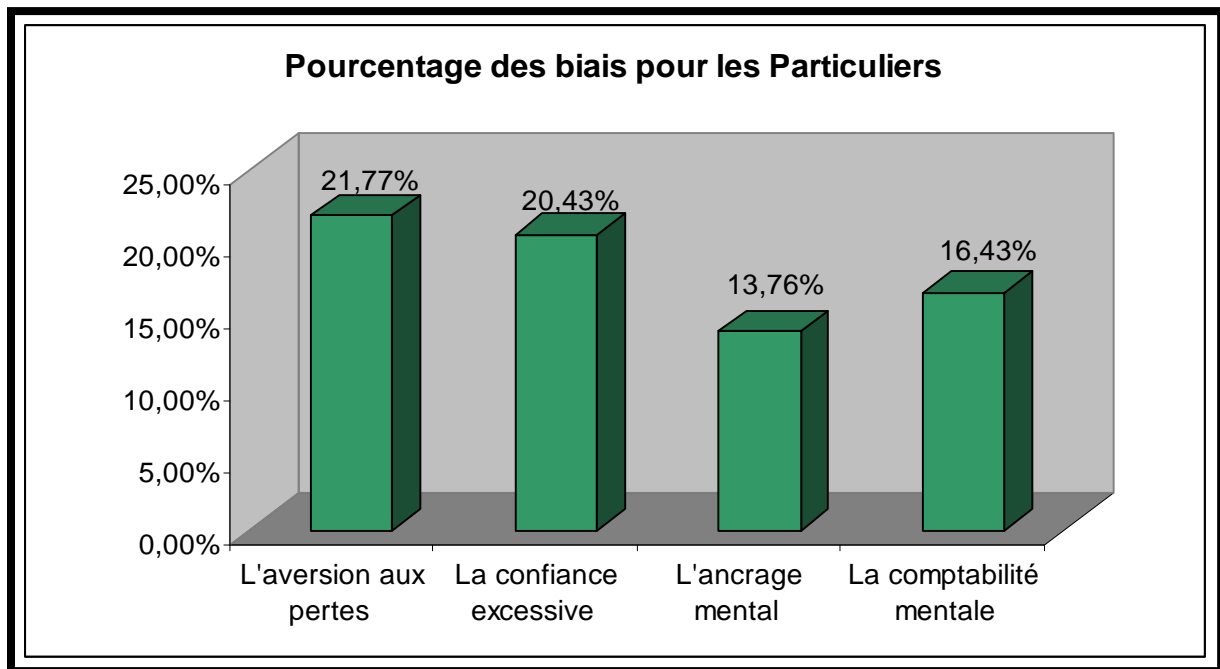


Les

sociétés de bourse a savoir Wafa bourse et BMCE capital Bourse sont sujets aux différents biais selon l'ordre suivant : le biais le plus présent est celui de la comptabilité mentale (21,57), le deuxième est celui l'ancrage mental (19,10) le troisième est celui de la confiance excessive (17,10) et le dernier biais est l'aversion aux pertes (11,30).



Aussi les assurances et les fiduciaires sont sujets aux différents biais selon l'ordre suivant : le biais le plus présent est celui de la comptabilité mentale (18,46), le deuxième est celui d'aversion aux pertes (16,43), le troisième est celui de l'ancrage mental (14,23) et le dernier biais est la confiance excessive (10,66).

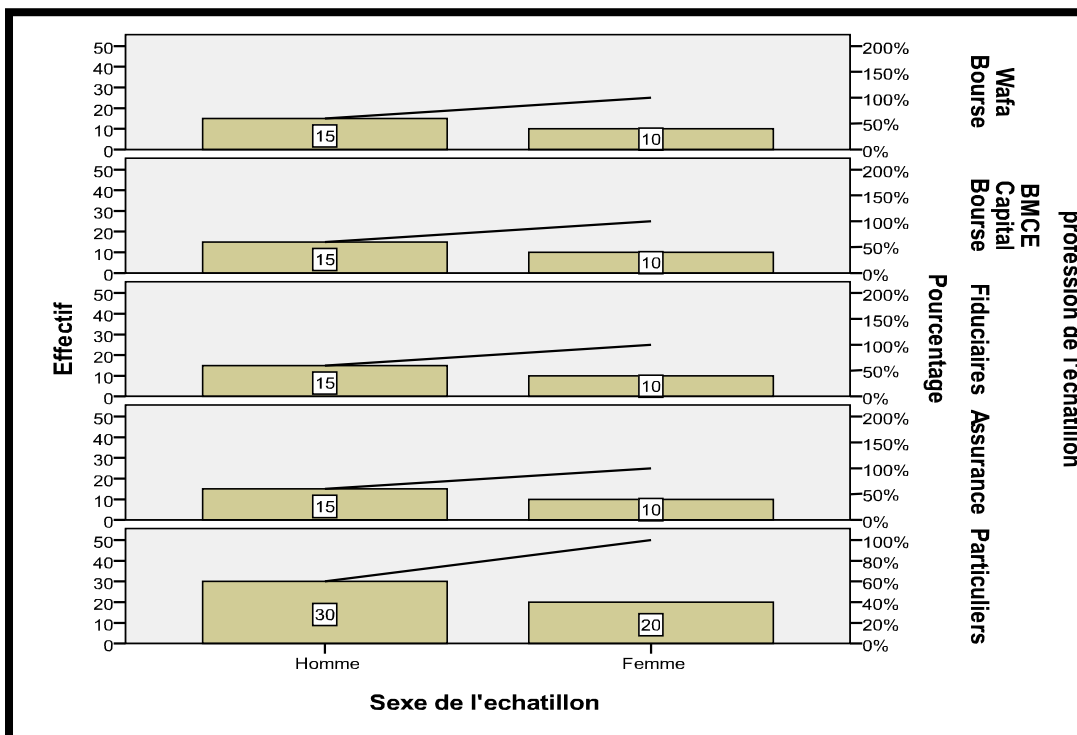


Pour les particuliers ayant expérience ou connaissance sur la bourse sont sujet aux différents biais qui est caractérisé par la présence des deux biais émotionnel d'un pourcentage proche l'un de l'autre à savoir l'aversion aux pertes d'un pourcentage de 21.77% et la confiance excessive de 20.43 % tandis que les deux autres biais cognitifs occupent la 3ème et 4ème place respectivement la comptabilité mentale de 16,43% et l'ancrage mental de 13,76%.

II - 2 - Interprétation détaillée

Juste avant commencé l'interprétation détaillée je rappelle que mon questionnaire a été repartit sur 60 femmes et 90 hommes selon la profession et comme on peut remarqué sur le Diagramme de Pareto :

Diagramme de Pareto de effectif par Sexe



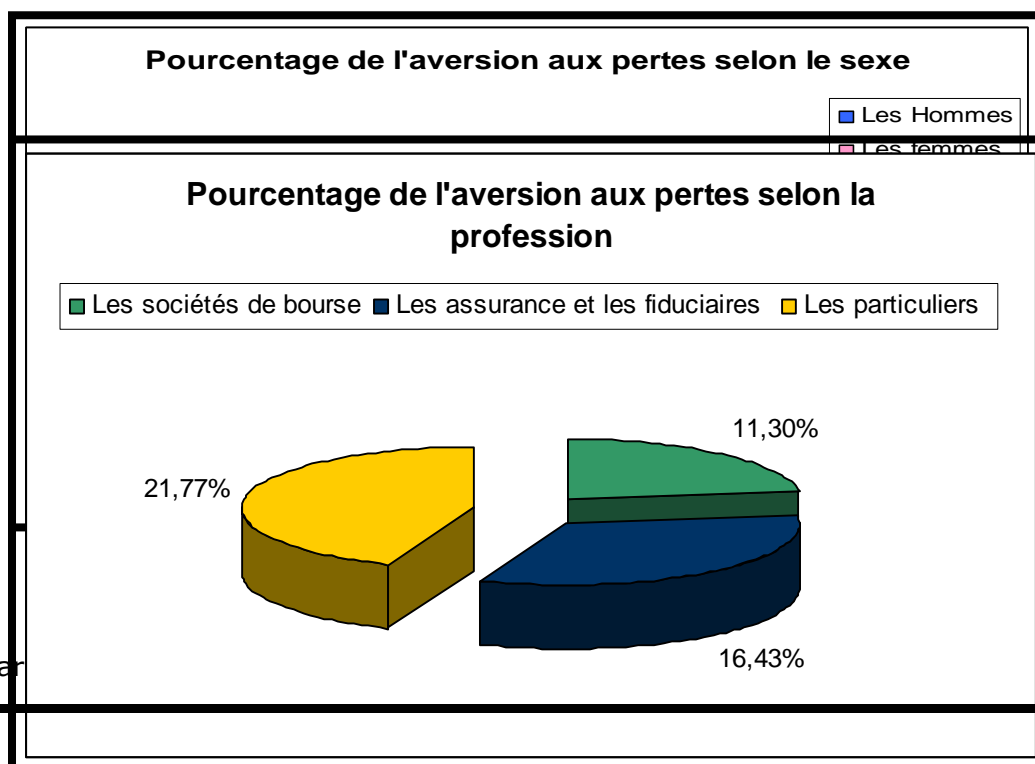
Pour les hommes :

Wafa bourse : 15 ; BMCI Capital Bourse : 15 ; fiduciaire : 15 ; assurance : 15 ; particuliers : 30-----
-----Total : 90 hommes

Pour les femmes :

Wafa bourse : 10 ; BMCI Capital Bourse : 10 ; fiduciaire : 10 ; assurance : 10 ; particuliers : 20-----
-----Total : 60 femmes

II.2.1. L'aversion aux pertes



En observant les pourcentages du biais d'aversion aux pertes selon le critère sexe, on remarque que les femmes (30.90%) sont légèrement plus affectées par ce biais que les hommes (29.56%).

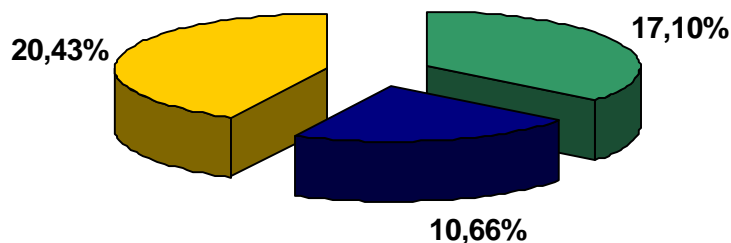
On remarque aussi que le critère nature de profession intervient dans ce biais puisque le pourcentage des professionnels de bourse (11.30%) qui sont sujets à ce biais est plus faible en comparaison avec celui des assurance/fiduciaire et les particuliers (16,43% et 21,77% respectivement).

II.2.2. La confiance excessive

Pourcentage de la confiance excessive selon le sexe

pourcentage de la confiance excessive selon la Profession

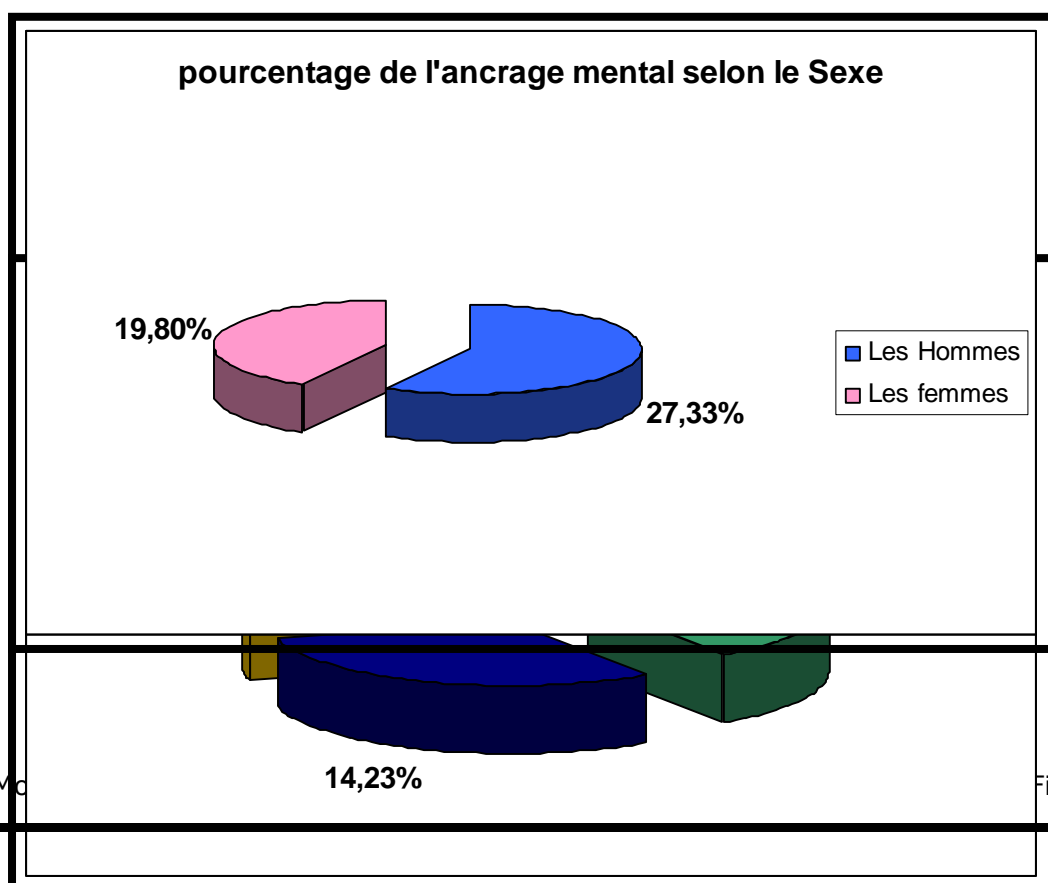
■ Les sociétés de bourse ■ Les assurance et les fiduciaires ■ Les particuliers



En ce qui concerne le biais de la confiance excessive, le pourcentage le plus élevé des personnes affectées par ce biais est celui des hommes (28,66%).

J'ai trouvé aussi que le critère nature de profession intervient dans le biais de la confiance excessive puisque les particuliers (20.43%) sont beaucoup plus affectés par ce biais que ceux des assurances/fiduciaire et les sociétés de bourse (10.66% et 17.10% respectivement).

II.2.3. L'ancrage mental



En observant les pourcentages de ce biais selon le critère sexe, on remarque que les hommes sont légèrement plus affectés par ce biais que les femmes (27,33% contre 19,80%).

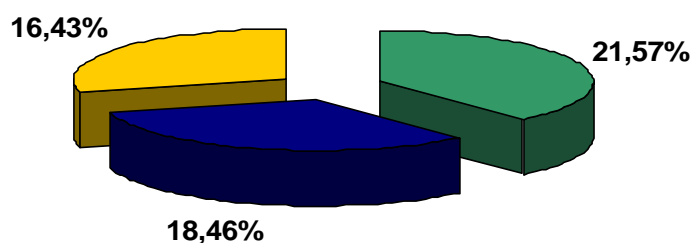
Le critère profession intervient dans ce biais puisque j'ai trouvé que le pourcentage des sociétés de bourse (19.10%) sujette au biais d'ancrage est plus élevé que celui des sociétés d'assurances/fiduciaires et les particuliers (14,23% et 13,76% respectivement).

II.2.4. La comptabilité mentale

**pourcentage de la comptabilité mentale selon le
Sexe**

**pourcentage de la comptabilité mentale selon la
Profession**

■ Les sociétés de bourse ■ Les assurance et les fiduciaires ■ Les particuliers



En observant les pourcentages du biais de comptabilité mentale selon le critère sexe, on remarque que les hommes (33.13%) sont plus affectés par ce biais que les femmes (23.33%)

On remarque aussi que le critère nature de profession intervient dans ce biais puisque le pourcentage des sociétés de bourse (21.57%) qui sont sujets à ce biais est plus élevé que celui des assurances /fiduciaires et les particuliers (18.46% et 16.43% respectivement).

CONCLUSION

Les travaux de la finance comportementale tentent, depuis quelque années, d'expliquer certaines des anomalies constatées en abandonnant l'idée de rationalité de l'investisseur.

Dans le cadre de cette étude je me suis intéressé à quatre biais psychologiques : l'aversion aux pertes et la confiance excessive qui constituent des biais d'ordre émotionnels ; et l'ancrage mental ainsi que la comptabilité mentale qui sont des biais cognitifs.

L'aversion aux pertes est le fait que les investisseurs sont beaucoup plus sensibles aux pertes qu'aux gains. En plus, ils répondent différemment à des situations équivalentes, et ce en fonction de l'état de l'investisseur : soit dans un contexte de gain ou de perte.

L'excès de confiance est le fait que les investisseurs sont persuadés de bien comprendre le marché et d'être capable d'anticiper ses fluctuations de cours terme.

L'ancrage mental est un artifice intellectuel qu'utilise un investisseur lors de la formation de leurs jugements et la fixation de leurs prévisions. Il traduit le fait que les investisseurs raisonnent par rapport à des points de référence passés tel qu'un cours d'action précédent.

La comptabilité mentale assemble tous les trucs qui permettent de simplifier la prise des décisions économiques quotidiennes. Elle est composée de trois importantes composantes à savoir l'utilité de transaction, la compartimentation budgétaire et enfin la comptabilité temporelle.

C'est dans ce cadre que se situe la présente étude dont le principal objectif est de tester l'existence de ces biais psychologiques influençant le comportement des individus.

Ma démarche empirique a montré que les quatre biais étudiés existent chez mon échantillon avec de différents pourcentages, et c'est les biais de la comptabilité mentale et l'aversion aux pertes sont les plus présente.

En effectuant une analyse plus détaillée, j'ai trouvé que :

Pour l'aversion à la perte, le critère sexe n'influence pas le niveau de ce biais au temps que la nature de la profession l'influence fortement

En ce qui concerne le biais de la confiance excessive, j'ai trouvé que les hommes sont plus confiants que les femmes, tandis que le niveau de professionnalisme influence le niveau de ce biais.

Le biais d'ancrage mental est le biais le moins présent chez mon échantillon. Ce biais est moyennement influé par le critère sexe et le critère profession et ce sont les professionnels de bourse qui sont plus affectés par ce biais que ceux des autres professions.

Le biais de comptabilité mentale, quant à lui, est fortement influé par les critères sexe et nature de profession. Ce sont les hommes qui sont plus affectés par ce biais que les femmes et les sociétés de bourse que ceux des assurance/fiduciaires et les particuliers.

Mais je peux pas nier que mes résultats présentent certaines limites en raison de :

- Contrainte du temps
 - L'étroitesse de l'échantillon : le nombre d'individus représentant mon échantillon est désormais faible et peu représentative de la population des investisseurs.
 - Quelques répondants n'ont pas l'expérience suffisante pour pouvoir sentir les quatre biais étudiés
- Ces faiblesses pourront constituer un champ d'investigation nouveau, ouvrant ainsi la voie à d'autres études et pourront permettre de mener des études plus approfondies en matière de finance comportementale, une discipline déjà consacrée dans le monde mais trop méconnue.

Ces études doivent tenir compte des points suivants :

- L'accent doit être mis à la fois sur les 2 types de biais psychologiques individuels et collectifs
- L'échantillon choisi doit comprendre de vrais investisseurs expérimentés

Petit Glossaire

- A -

Accumulation (accumulation)

Voir Seuil critique.

Action "de patrimoine" vs. Action "de croissance" (value stock vs. growth stock)

Il s'agit de grandes catégories d'actions assez stéréotypées Les profils d'actions correspondent en fait à des critères plus complexes et moins tranchés).

* L'action de patrimoine (ou action décotée, ou de valeur, ou d'actif) a pour attrait un prix bas par rapport à la valeur de bilan (actif net) et aux résultats actuels de l'entreprise, même si ses perspectives sont quelconques.

* L'action de croissance a pour attrait la progression rapide de ses résultats passés, même si elle est surcotée).

Des études ont montré que les premières tendent à surperformer les secondes sur le long terme, mais cela ne peut être pris pour une règle absolue.

Addiction (addiction)

Dépendance compulsive d'un individu à une conduite habituelle. Peut s'appliquer tant à l'hyperactivité boursière qu'au conservatisme boursier.

Affect (affect)

Voir émotion

Aléa moral (moral hazard)

Faillite dans un système permettant d'exploiter celui-ci à son profit (resquille...) et pouvant le mettre en péril.

Analyse boursière (stock analysis)

Il y a plusieurs formes: 1) analyse fondamentale (données comptables et économiques), 2) analyse technique (évolution des cours), 3) analyse quantitative (calculs stochastiques), 4) analyse comportementale (repérage des inefficiences exploitables).

Anomalie de marché (market anomaly)

Différence de prix ou de rendement par rapport aux valorisations théoriques.

Elle est due soit à la structure du marché (positions dominantes) soit à des facteurs psychologiques (emballlements, désintérêt...).

Ancrage mental (anchoring)

Fixation mentale / blocage mental sur un fait, un chiffre ou une situation du passé (par exemple le prix d'achat du titre) qui sert de référentiel intangible pour prendre ses décisions, sans admettre que les choses ont évolué.

Anticipation (expectation)

Prévision plus ou moins étayée et rationnelle qui se traduit par une attente de l'investisseur. Voir aussi attente.

Anticonformiste (contrarian)

Investisseur qui agit souvent en sens inverse du consensus (voir ce mot) ou de la tendance boursière, considérant que le marché est souvent victime du conformisme et tend à rester très superficiel dans l'analyse des situations et perspectives.

Asymétries (entre investisseurs) (asymmetries)

Différence d'information, de compétence, de connaissance, de puissance financière etc... entre les divers investisseurs

Apprentissage social (social learning)

Soumission de l'individu, sans trop y réfléchir et les remettre en question, aux principes qu'il a appris dans son environnement social.

Argent discrétionnaire (house money)

Partie de son patrimoine et de ses revenus qu'on dépense ou investit avec moins d'attention et de précaution que celle qu'on considère comme étant son "capital". Peut être dû à un revenu exceptionnel (effet d'héritage), à une forte hausse de valeur des biens détenus (effet de richesse) voire au fait qu'il s'agit de gérer des biens d'autrui.

Attention * sélective (selective attention) + * **défaut d'** (attention bias)

Voir sélective,

Voir défaut d'attention, inattention

Attente magique (magical expectation)

Illusion en matière de prévision (voir anticipation) reposant sur une pensée magique (voir ce terme)

Attentisme (delaying tactic)

Tendance à remettre les décisions à plus tard (voir aussi statu quo, indécision).

Attitude (attitude)

Une attitude positive ou négative est une attirance ou une aversion envers quelque chose ou pour faire quelque chose (voir aversion par exemple)

Attribution (attribution)

Essai d'explication d'un événement en désignant un responsable. C'est souvent soi-même (ou quelqu'un que la personne vénère) si c'est une réussite (auto-attribution), ou quelqu'un d'autre si c'est un événement malheureux. Peut aller jusqu'à la déification / diabolisation.

Automatisme (automaticity)

Conduite ne faisant pas appel à une décision consciente, due à un réflexe, une habitude, un "instinct". Ce "pilote automatique" le troisième type de biais comportementaux en dehors de ceux liés à la cognition ou l'émotion.

Aversion (risk- loss- uncertainty- regret- range estimate- divestiture - aversion)

Aversion

- 1) au risque (voir prime de risque), à l'incertitude, à l'ambiguïté
- 2) à la perte (refus de vendre un titre où l'on perd de l'argent en espérant "se refaire"),
- 3) au regret (refus de vendre un titre en dessous de ce qu'on considère "un bon prix"),
- 4) à la vente, à la dépossession (sensation de s'appauvrir en se séparant d'un bien),
- 5) aux fourchettes de prévisions (avoir un seul chiffre donnant une impression de certitude plutôt qu'un éventail de possibilités), etc.

- B -

Bêta (beta coefficient)

Relation mathématique entre l'évolution d'une action et celle du marché en général.

Appelé aussi élasticité des cours de l'action par rapport à (l'indice) du marché.

Ainsi un bêta de 1,2 veut dire que le titre monte ou baisse en général de 12% quand le marché monte ou baisse de 10%

Biais cognitif (cognitive bias)

Erreur affectant la mémoire, la compréhension ou le raisonnement. Parfois lié à des biais émotionnels (voir émotion).

Biais comportemental (behavioral bias)

Comportement pouvant être dommageable et qui est lié à des biais cognitifs ou émotionnels ayant déformé la prise de décision, ou encore à des automatismes.

Biais émotionnel (emotional bias)

Erreur de décision due à une émotion excessive et non contrôlée (voir émotion)

Blocage mental

Voir ancrage

Bruit (noise)

Information mineure parfois prise en compte par les investisseurs comme si c'était un signal de tendance.

Bulle (bubble)

Hausse excessive par engouement collectif pouvant précéder un effondrement (voir Krach) ou sinon une longue phase de marché médiocre.

- C -

Cadrage mental (framing)

Façon biaisée et réductrice dont est présentée ou formulée une information ou un choix à faire...

Cascade informationnelle

L'évolution des cours à la hausse ou à la baisse est une information qui pousse les investisseurs à agir dans le même sens que le marché. Ce "suivisme" renforce la tendance haussière ou baissière, ce qui influence d'autres investisseurs à leur tour dans le même sens, etc.

Cercle vicieux / vertueux (vicious / virtuous circle)

Boucle de rétroaction (voir rétroaction positive) renforçant une évolution (par exemple sur un marché, la hausse peut appeler la hausse et la baisse appeler la baisse).

(Refus de, résistance au) Changement (résistance to change)

Voir statu quo, ancrage, conservatisme, inertie...

Cognition (mental account)

Activité mentale liée à la compréhension, la mémorisation, le raisonnement. Censée être le moteur de la rationalité, elle peut toutefois être faussée (voir biais cognitif) ou étouffée par des émotions exagérées ou inappropriées (biais émotionnel)

Compartiment mental, Compte mental (mental account / compartment)

Le fait de raisonner sur un aspect (par exemple un portefeuille d'actions) plutôt que sur l'ensemble (tout le patrimoine).

Le fait aussi de ne compter que certains éléments (par ex. ne pas tenir compte des coûts de transaction ou de l'inflation)

(Biais de) Confirmation (confirmation bias)

Attitude sélective consistant à ne s'intéresser qu'aux informations qui confirment ses propres croyances.

Conformisme (conformity)

Voir suivisme, pression des pairs, mimétisme

Consensus de marché (market consensus)

(ou sentiment général du marché) : majorité d'opinions prévoyant la hausse ou la baisse du marché chez les analystes et les investisseurs. Lorsqu'elle est quasi unanime la tendance risque en fait de se retourner dans l'autre sens.

Conservatisme (conservatism)

Voir statu quo. Refus du changement

(Seuil) Critique (critical threshold)

Seuil de changement (inversion, accélération...) de tendance d'un actif financier, comme si celui-ci acquérait de nouvelles propriétés dites "émergentes". Ce franchissement fait suite à une accumulation d'événements et facteurs internes au marché (pression d'acheteurs ou vendeurs) ou extérieurs (changements de perspectives économiques jusqu'ici peu pris en compte par la masse des investisseurs).

Il est appelé aussi déclic (triggering point), masse critique, seuil de percolation, seuil d'émergence, point de balance, zone de support ou de résistance...

Croyance (belief)

Sentiment / théorie pas toujours rationnel, pris pour une réalité et qui peut déformer l'analyse de la situation

Une certaine croyance peut toutefois être nécessaire comme hypothèse pour pouvoir agir en l'absence de données suffisantes.

(Biais) Culturel (cultural bias)

Travers dus à des connaissances (ou croyances) correspondant à une culture générale ou technique / opérationnelle trop orientée ou insuffisante.

Cupidité (greed)

Ou convoitise. Sentiment extrême qui est l'un des moteurs de la décision financière (l'autre sentiment extrême étant la peur), qui peut faire oublier les réalités et notamment les risques.

Cycle (cycle)

Alternance de tendances à la hausse et à la baisse.

- D -

(Prise de) Décision (decision making)

Choix entre plusieurs actions faisant intervenir la cognition et l'émotion. Des biais mentaux peuvent intervenir à ces deux niveaux. En particulier matière d'investissement, le côté émotionnel peut conduire à prendre de risque inconsidérés (voir émotion, neurofinance)

Défaut cognitif, émotionnel

Travers mental entraînant des erreurs. Voir biais cognitif.

Défaut d'attention (attention bias)

Observation trop superficielle des faits conduisant à une erreur d'analyse. Voir attention, inattention

Déification / diabolisation (deification / diabolisation)

Voir attribution

Disponibilité heuristique

Voir heuristique de disponibilité.

Dissonance cognitive (cognitive dissonance)

Difficulté pour quelqu'un à admettre les faits qui vont à l'encontre de ses croyances.

Distribution au hasard (random distribution)

Répartition des données statistiques similaire à celle d'un tirage au hasard.

Douleur (pain)

Voir sensation.

- E -

Economie comportementale (behavioral economics)

Application à l'économie de la psychologie individuelle et collective (économie comportementale psychologique) et ses conséquences pour les acteurs et les activités économiques (économie comportementale quantitative).

Effet de foule, de groupe, de troupeau, de masse (crowd, group, herd effect)

(Voir mimétisme) situation où un ensemble de personnes pense et se conduit dans le sens du groupe en abandonnant une partie de son indépendance d'esprit personnel et de sa rationalité.

Effet pervers (perverse effect)

Où effet boomerang, résultat dommageable et contraire aux attentes. Il fait suite souvent à une décision hâtive prise avec de bonnes intentions mais sans avoir envisagé toutes les possibilités (conscience sans science...), notamment la possibilité pour les "plus malins" d'exploiter ces dispositions à leur avantage (aléa moral).

Efficience du marché (efficient market)

Théorie selon laquelle les prix et rendement de marché refléteraient parfaitement les informations. Relativement battue en brèche par les recherches en finance comportementale.

Ego, entêtement, fierté, orgueil (ego, stubbornness, pride...)

Persistance dans une décision erronée soit pour ne pas "perdre la face" en admettant l'erreur, soit par excès de confiance en soi (surconfiance)

Emergence (emergence)

Voir (seuil) critique.

Emotion (emotion)

Ressenti plaisant ou douloureux par rapport à une situation. Voir aussi affect.

C'est l'un des trois facteurs (les deux autres étant le raisonnement et les automatismes), qui motivent les décisions humaines. Les émotions, par exemple l'enthousiasme ou la frayeur ne sont pas systématiquement irrationnelles (elles sont indispensables pour déclencher des actions), mais elles tendent souvent à l'emporter sur la logique (aveuglement).

Engagement (commitment)

Une fois engagée dans une voie, ayant fait le premier pas, la tendance humaine est de continuer même si ce n'est pas la bonne voie. Support de l'appâtage, hameçonnage et même de l'addiction.

Ennui (boredom)

L'ennui crée la tentation d'agir parfois à tort et à travers.

Erreur logique (fallacy)

Sophismes, syllogismes, tautologies, confusion sur les causes et effets, raisonnements trop binaires et réducteurs....

Erreur rétrospective (hope)

Oubli des prévisions initiales amenant à considérer après coup qu'elles correspondaient de près aux résultats.

Espoir (hope)

L'une des grandes émotions qui peut l'emporter sur la réalité dans la prise de décision, voire, en bourse, qui peut aboutir à une cupidité aveugle.

Evènement rare (rare event)

Evènement exceptionnel pouvant être très dommageable mais qui n'apparaît pas dans des statistiques historiques courtes, ce qui fait que les acteurs économiques et financiers risquent de négliger de s'en protéger. Voir (loi des) petits nombres

- F - G - H -

Familiarité (home bias)

Tendance à n'investir que dans les pays ou secteurs que l'on connaît le mieux, ce qui va en sens contraire de la diversification des placements.

Fierté (pride)

Voir ego

Finance comportementale (behavioral finance)

Application à la finance de la psychologie individuelle et collective ("finance comportementale psychologique" ou plus simplement "psychologie financière") et ses conséquences pour les acteurs et le marché (finance comportementale quantitative).

Fixation mentale

Voir ancrage mental.

Focalisation (focalism)

Voir ancrage mental.

Généralisation (generalization)

Tendance à ramener des phénomènes et situations diverses à des explications communes et à de grandes catégories. Voir heuristique (de disponibilité, de représentativité...), stéréotype, simplification, réductionnisme, paradigme.

Gestion active / passive (active / passive management)

Achats et ventes fréquents vs. placements longs.

Habitude (habit)

Conduite que quelqu'un tend à toujours répéter quelque soit la situation.

Halo (halo)

Analogie / transposition douteuse d'une explication d'un phénomène à un autre phénomène appartenant à un domaine différent.

Heuristique (heuristic)

Mode d'information ou de raisonnement simplifié utilisé habituellement (routine), qui gagne du temps, des coûts et des efforts d'analyse mais peut faire négliger des aspects importants ou nouveaux.

Heuristique affective

Raisonnement "instinctif"; en fonction de l'humeur du moment. voir émotion

Heuristique de disponibilité (availability heuristic)

Un mode simpliste et dangereux d'heuristique dans lequel le raisonnement se réduit aux informations les plus apparentes, à des analogies grossières avec des situations passées, voire aux premières idées qui viennent à l'esprit, et ne cherche pas à enrichir les informations au delà des similitudes apparentes.

Heuristique de représentation (representativeness heuristic)

Heuristique par lequel on interprète les situations à partir de règles routinières et de stéréotypes généraux. Tendance à rattacher mentalement des phénomènes constatés à des modèles préétablis.

Humeur (mood)

Voir sentiment général

Horizon de temps (time horizon)

Recherche d'un résultat rapide en prenant des risques élevés, ou bien recherche d'un résultat plus sûr à long terme

Hyperactivité boursière (overtrading)

Agitation consistant à multiplier les achats et ventes, souvent source d'erreurs et de frais excessifs.

Hystérie collective (collective hysteria)

Contagion, effet de foule atteignant des comportements extrêmes, sans aucune retenue. En finance peut aboutir à une bulle en fin de phase haussière suivie d'un crash panique.

- I - K - L

Image boursière (stock image)

Coefficient mesurant l'écart entre le cours de l'action et sa valeur fondamentale. Il chiffre le degré soit de désintérêt ou dédain (coeff. inférieur à 1) soit d'engouement (coeff. supérieur à 1) pour ce titre. C'est un paramètre de base de l'évaluation boursière comportementale.

Illusion (illusion)

Surestimation de sa propre compétence, de ses connaissances et informations. Un phénomène aussi courant que dangereux dans la prise de décision.

Imitation

Comportement calqué sur le groupe ou sur d'autres personnes (voir effet de groupe par exemple)..

Immobilisme

Voir conservatisme, statu quo...

Inattention (attention bias)

Négligence à capter et utiliser certaines informations. C'est un défaut cognitif mais qui peut aussi avoir des sources émotionnelles. Voir attention

Incertitude (uncertainty, ambiguity)

Risque non mesurable du fait de l'absence de probabilités fiables (chose courante dans les situations nouvelles et un monde changeant).

Indécision, Inertie

Voir statu quo, sous-réaction, immobilisme.

Information (information)

Le principal carburant de la décision. Toutefois,

* l'information peut être trompeuse car manquante, incomplète ou biaisée, cela volontairement ou non de la part de l'informateur.

* la réaction à l'information peut être inappropriée.

Irrationalité

Voir biais, rationalité

Krach (crash)

Baisse forte et soudaine des cours, souvent suite à une bulle, et dans certains cas à un choc extérieur.

Logique fallacieuse (logical fallacy)

Erreur dans un raisonnement ayant l'apparence de la logique mais qui se trouve biaisé soit parce que les prémisses sont fausses, soit parce qu'une faille s'est glissée entre l'énoncé et la conclusion. Il est souvent facilité par un énoncé binaire et des généralisations où tout est totalement blanc ou noir. Ce procédé est souvent utilisé à des fins manipulatoires en rhétorique y compris en rhétorique économique et financière.

Logique floue (fuzzy logic)

S'oppose au raisonnement binaire, basé sur des généralisations où tout est totalement blanc ou noir. Raisonnement basé sur des degrés de vérité et de possibilité, proche des probabilités bayésiennes.

- M -

Manipulation (manipulation)

Action de désinformation (voir information), ou encore intervention directe sur le cours de bourse, pour inciter les autres acteurs à vendre ou acheter le titre.

Mémoire courte (recency bias)

Focalisation mentale sur les événements récents et les données récentes conduisant à négliger les évolutions longues et les événements ne se reproduisant qu'à de longs intervalles.

Mémoire sélective (memory bias)

Voir sélective.

Mimétisme (mimicry)

Tendance à imiter ce que pensent (conformisme) et font (suivisme) les autres même si cela peut être dommageable.

Mode (fashion)

Tocade, phase d'engouement (ou de dénigrement) d'une population pour une action, un secteur, le placement boursier en général. Parfois synonyme de tendance positive). Plus général qu'une lubie qui reste plutôt un phénomène personnel.

Modèle non-linéaire (nonlinear model)

Modèle mathématique dans lequel les valeurs n'évoluent pas selon une ligne continue mais avec de brusques ruptures (ligne brisée, discontinue...). Il s'applique à certains systèmes "dynamiques" ou "chaotiques", dans lesquels on peut classer les marchés boursiers.

Momentum (momentum)

Sens et vitesse d'évolution des cours. Voir tendance.

- N - O -

Narcissisme

Forme aigue de surconfiance (voir ce mot) conduisant à se sentir supérieur aux autres, ayant tous les droits sur eux et invulnérable, pouvant conduire à des erreurs catastrophiques par non prise en compte des réalités.

Neuroéconomie, neurofinance (neuroeconomy, neurofinance)

Branches des neurosciences. Elles étudient des réactions du cerveau (zones de plaisir, de souffrance, de logique) lors des prises de décisions économiques et financières.

Obéissance aux experts (obedience to experts)

Situation où une personne suit aveuglément des personnes considérées comme ayant une compétence supérieure, au risque d'être victime d'un gouroutisme.

(Biais d') Optimisme (optimism bias)

Suroptimisme. Attitude systématique considérant que les choses vont tourner favorablement ce qui peut faire reposer des décisions sur des illusions. Diffère de la surconfiance qui est une confiance excessive en son propre jugement (optimiste ou pessimiste)

- P -

Panique (panic)

Réaction individuelle ou collective désordonnée en cas de perception d'un danger imminent.

Paradigme (paradigm)

Heuristique courante, modèle standard, explication généralement acceptée de certains phénomènes, basée sur les hypothèses et croyances du moment peu remises en cause.

Pensée de groupe (groupthink)

Voir effet de groupe.

Pensée magique (magical thinking)

Impression que les choses vont s'améliorer d'elle-même, sentiment proche du biais d'optimisme (voir ce mot) encore qu'il puisse aussi y avoir de la crainte dans la pensée magique.

Perception (perception)

Impression mentale correspondant plus ou moins bien à la réalité. Une perception qui se rattache à une définition, un modèle ou un schéma plus général devient une représentation (voir ce mot)

Percolation (percolation)

Processus aboutissant à un changement important de comportement ou de nature d'un système.

Perspectives (prospect theory)

La théorie des perspectives est liée à l'aversion à la perte. Typiquement seul un gain de 2000 ou 3000 euros procure un plaisir qui compense la douleur due à une perte de 1000 euros.

Petits nombres (small numbers)

Statistiques portant sur une période trop courte ou un échantillon trop petit (voir événements rares).

Peur (fear)

Une émotion désagréable pouvant biaiser l'analyse et jouer un rôle important dans la décision.

Plaisir (pleasure)

Voir sensation

(Effet de) Possession (endowment effect)

Aversion à se séparer d'un bien que l'on possède en considérant qu'il vaut plus que le prix de marché, même si celui-ci offre un gain important (donc ne pas confondre avec l'aversion à la perte).

Préférence (preference)

Chaque individu a sa hiérarchie de besoins et de préférences qui est censée guider ses décisions.

Pression des pairs (peer pressure)

Crainte d'être considéré comme déviant si l'on ne partage pas l'opinion des personnes que l'on côtoie (notamment professionnellement) et si l'on agit différemment. Forme de mimétisme pouvant conduire à des excès.

Prime de risque (risk premium)

Les placements risqués ont normalement un prix plus bas et un rendement plus élevé que les autres. Ce "rabais" conduisant à un surrendement est lié à l'aversion au risque de l'ensemble des épargnants / investisseurs.

Probabilité (probability)

Pourcentage de chance qu'un événement se réalise.

Probabilité subjective (subjective probability)

Probabilités basées mais sur un degré de crédibilité, ajustable en fonction des événements qui suivront, et donc non basée sur des statistiques de fréquences d'événements passés, soit du fait de l'inexistence de statistiques (dans les situations rares ou nouvelles) soit par ignorance ou négligence de celles-ci.

Profil / style de placement, (investor profile)

Chaque investisseur a une approche qui lui est propre de la gestion de son argent (en matière de risque, d'horizon de temps, etc.).

On peut toutefois faire un "profilage" par grandes catégories.

Profil d'action (stock profile)

Chaque type d'actions a des caractéristiques propres (risque, cherté, perspectives de croissance...). Voir plus haut "action de patrimoine vs. action de croissance".

Proximité (biais, effet de) (proximity effect)

Voir familiarité

Pseudo-certitude (pseudo-certainty)

Forme d'illusion où la certitude n'a pas de base rationnelle et ressort de l'intuition ou de l'instinct, réel ou imaginaire, mais plus souvent correspond à une heuristique (voir ce mot), affective notamment.

Psychologie financière (psychological behavioral finance)

Voir finance comportementale

Psychologie sociale (social psychology)

Psychologie des individus entre eux, en groupe et par rapport à la société (psychosociologie), et aussi psychologie d'ensemble des groupes et de la société (sociopsychologie). Voir imitation ou suivisme par exemple.

Psychosociologie (psychosociology)

Voir psychologie sociale

- Q - R -

Rationalisation (rationalization)

Essai d'explication ou de justification d'un acte ou d'un événement, de façon plus ou moins biaisée, mais réconfortante et donnant une impression de rationalité.

Rationalité (rationality)

Au sens économique étroit, primauté de la raison et de l'intérêt de la personne sur les émotions et sentiments. Ou dans un sens plus général, vu que certains sentiments sont légitimes et ne peuvent être écartés comme irrationnels, cohérence entre les objectifs de vie et les actions.

Réaction (reaction)

Action plus ou moins rationnelle ou émotive répondant à un stimulus, essentiellement une information. Voir information, sous-réaction, surréaction.

Réductionisme (reductionism)

Approche exagérément simplifiée des situations et des décisions à prendre. Voir heuristique.

Référentiel (reference point)

Donnée plus ou moins pertinente servant aux comparaisons (par exemple de prix, de rendement...) pour décider ou non d'acheter ou vendre. Voir ancrage.

Regret (regret)

La peur du regret peut influencer la prise de décision.

Rétroaction positive (positive feedback)

Réaction tendant à renforcer une évolution plutôt qu'à la corriger (ce que ferait une rétroaction négative). Cercle vicieux ou vertueux.

Représentation heuristique

Voir aussi heuristique de représentation. Une représentation est l'image que l'on se fait de quelque chose, éventuellement en la reliant à une catégorie ou un schéma plus général. Une représentation est plus élaborée qu'une simple perception (voir ce mot)

- S -

(Attention, mémoire...) Sélective (selective attention, memory....)

Oeillères mentales conduisant, pour étayer ses analyses et décisions, à se centrer sur les faits et les sources d'information qui vont dans le sens de ses propres habitudes, opinions et croyances . Voir aussi ancrage, dissonance cognitive...

Sensation (feeling)

Les décisions, notamment financières mettent en oeuvre des zones et sécrétions cérébrales liées à des sensations de plaisir ou de souffrance

Sentiment de marché (market sentiment)

Voir consensus.

Simplification (bounded heuristic)

Voir réductionisme, heuristique.

Signal faible (weak signal)

Information difficile à séparer du "bruit" ambiant bien que pouvant permettre d'anticiper une évolution majeure.

Stéréotype (stereotype)

Catégorie mentale générale permettant de rattacher sans nuances des situations ou comportements semblant similaires (voir généralisation, simplification).

Statu quo (status quo bias)

Refus du changement, et préférence pour l'inertie et le conservatisme, pour ne pas agir, ou au minimum différer une décision ou une action même si elle est nécessaire. Impression que quoi ce l'on tenterait serait plus risqué que de rester sur ses positions actuelles.

Sociopsychologie (sociopsychology)

Voir psychologie sociale

Sophisme (sophism)

Voir logique fallacieuse.

Sous-réaction, surréaction (underreaction, overreaction)

Souvent il y a sous-réaction aux nouvelles informations cruciales (sauf quand elles sont très saillantes) puis progressivement un ajustement et une surréaction au fur et à mesure que chacun a assimilé leur incidence. Cela a une incidence sur les tendances boursières (voir ce terme)

Suivisme (trend following, bandwagon effect)

Tendance à agir systématiquement dans le sens de la tendance boursière. Voir aussi imitation.

Surcharge cognitive (cognitive overload)

Surabondance d'information à traiter par le cerveau.

Surconfiance (overconfidence)

Impression que nos décisions sont les meilleures et vont produire les résultats qu'on en attend.

Surprise (surprise)

Événement inattendu, par exemple annonce par une société de bénéfices supérieurs ou ou inférieurs aux attentes.

- T - U - V -

Tendance boursière (stock market trend)

(Ou momentum) Evolution relativement continue (aux zigzags de "volatilité" près) des cours de bourse à la hausse ou à la baisse pendant une certaine période. Elle est dite haussière, baissière ou neutre selon le sens de sa pente. Des facteurs comportementaux (voir "sous-réaction / surréaction", et aussi "suivisme") y contribuent.

Théorie des perspectives prospect théorie)

Voir perspectives

Tocade (fad)

Voir mode.

Travers comportemental

Voir biais comportemental

Utilité (utility)

Au sens économique, valeur personnelle attribuée à un bien ou service et, au sens financier, expression mathématique des préférences en matière de risque (voir utilité attendue).

Utilité attendue (expected utility)

En finance, gain probable (espérance mathématique = somme des gains et pertes possibles multipliés par leur probabilités respectives) modéré par le degré d'aversion au risque (voir utilité)

Valeur (value)

Estimation du prix potentiel soit en fonction de ses préférences personnelles (voir utilité) soit en fonction de modèles théoriques.

Volatilité (volatility)

Mesure mathématique de l'amplitude de variation "zigzag" des cours, sur les derniers douze mois par exemple.

Bibliographie



Ouvrages :

AMOS SUSSKIND : « La finance comportementale », Larcier, Edition 2005

BRUNO COLMANT, ROLAND GILLET, ARIANE SZAFARZ : « Efficience des marchés: Concepts, bulles spéculatives et image comptable », Larcier, 2ème Edition, 2009

FREDJ JAWADI, JEAN-MICHEL SAHUT : « Inefficience et dynamique des marchés financiers », Editions L'Harmattan, 2009

MANGOT. M : « Les comportement en Bourse, 6 erreurs psychologiques qui coûtent cher » ; Galino éditeur ; Paris 2004

Mémoires et Thèses :

BOUJLIDA AHMED : « Le comportement psychologique de l'investisseur », ISCAE Tunis, 2005

Autres Documents :

ANDRE ORLEAN : « Efficience informationnelle versus finance comportementale : éléments pour un débat » CEPREMAP, Presses de la Rue d'Ulm, 2007

FANNY AMET, SEGOLENE BILLY, LUDMILA KOSTOVA ET YVAN LEFRANC-MORIN : « L'apport de la Finance Comportementale », Université Paris DAUPHINE

NEJIB ACHOURI : « Les implications de la finance comportementale en matière de design des produits financiers », Université Paris X – Nanterre, CEROS

NICOLAS TEULADE: « Cours de gestion Psychologie des investisseurs » , Ecole de psychologues praticiens , 2005



Webographie :

<http://pagesperso-orange.fr/pgreenfinch/f-bf.htm>

Table des matières

Dédicace
Remerciements
Sommaire

Introduction.....	5
Partie I : Partie théorique.....	8
Chapitre I : De la théorie financière moderne à la finance Comportementale.....	9
SECTION 1 : L'HYPOTHÈSE D'« ANTICIPATIONS RATIONNELLES »	9
I - Implications et caractéristiques des anticipations rationnelles.....	10
II - Les questions soulevées par l'hypothèse d'anticipations rationnelles.....	10
SECTION 2 : L'HYPOTHÈSE D'« EFFICIENCE DES MARCHÉS FINANCIERS ».....	13
I - Définition.....	14
II - Les conditions nécessaires à l'efficacité des marchés financiers.....	15
III - Les différentes formes d'efficacité.....	17
III - 1 – La forme faible et les tests de prévisibilité des rentabilités.....	17
III - 2 – La forme semi-forte et les études d'événements.....	22
III - 3 – La forme forte et les tests d'information privée.....	23
SECTION 3 : LES NOUVEAUX PARADIGMES EN FINANCE.....	24
I - Raisons de l'émergence de nouveaux paradigmes.....	24
II - Paradigmes alternatifs à la finance.....	27
SECTION 4 : LA « FINANCE COMPORTEMENTALE »	31
I - Les piliers de la finance classique et leur remise en cause par les tests.....	31
II - Historique de la financecomportementale.....	39
III – Emergence de la finance comportementale.....	40
VI - Les limites de la FC.....	41
V - De nouvelles théories comportementales.....	42
Chapitre II : les erreurs de raisonnement et travers de comportement.....	43
SECTION 1 : LES BIAIS COGNITIFS INDIVIDUELS (PSYCHOLOGIE FINANCIERE)	43
I - Les simples manques d'attention / de connaissance.....	43

II - L'excès de confiance.....	45
III - La rationalisation.....	45
IV - L'erreur rétrospective.....	46

SECTION 2 : LES ERREURS COGNITIVES DE GROUPE/COLLECTIVES / SOCIALES (PSYCHOSOCIOLOGIE FINANCIERE)46

I - Des dénominateurs communs simplistes.....	46
II - Les anticipations mimétiques rationnelles.....	46
III - Les manipulations.....	47
IV - l'obéissance à l'autorité.....	47

SECTION 3 : LES DIVERSES EMOTIONS / PASSIONS, INDIVIDUELLES ET COLLECTIVES.....48

I - la cupidité et la peur.....	48
II - Engagement / doigt dans l'engrenage / pied dans la porte.	49
III - Psychologie sociale.....	49

SECTION 4 : BIAIS INCLASSABLES ET PRECAUTIONS /INVESTISSEURS.....50

I - Biais inclassables: pilote automatique.....	50
II – Les précautions pour investisseurs.....	50

SECTION 5 : SIMPLIFICATION DES TRAVERS COMPORTEMENTAUX.....52

I – Schéma récapitulatif.....	52
II - Le biais émotionnel.....	53
II – 1 - L'aversion à la réalisation des la pertes.....	54
II – 2 – La confiance excessive.....	60
III - Les biais cognitifs.....	65
III – 1 - L’ancrage mental.....	66
III – 2 – La comptabilité mentale.....	70

SECTION 6 : COMPORTEMENTS MIMETIQUES.....75

I – caractéristiques de mimétisme.....	75
II – comportement mimétique sur les marchés financiers.....	76

Partie II : partie pratique.....79

Chapitre III : l'étude empirique.....80

SECTION 1 : ACTIONS PREALABLES A L'ELABORATION DU QUESTIONNAIRE.....80

I – Définir l'objet de l'enquête.....	80
---------------------------------------	----

II – Choisir la population.....	80
III – La taille de l'échantillon.....	80

SECTION 2 : ELABORATION ET TRAITEMENT DU QUESTIONNAIRE.....	81
I - L'élaboration du questionnaire.....	81
I - 1 - Structure du questionnaire.....	81
II - Traitement des données.....	81
II – 1 - Codification des données.....	81
II – 2 - Méthodes de dépouillement du questionnaire.....	81

SECTION 3 : ANALYSE ET INTERPRETATION DES RESULTATS.....	82
I. - Statistiques.....	82
I – 1 - L'aversion aux pertes.....	82
I – 2 - La confiance excessive.....	89
I – 3 - L'ancrage mental.....	96
I – 4 - La comptabilité mentale.....	103
II - interprétation.....	110
II - 1 - Interprétation générale.....	110
II - 2 - Interprétation détaillée.....	114
II.2.1. L'aversion aux pertes.....	115
II.2.2. La confiance excessive.....	116
II.2.3. L'ancrage mental.....	117
II.2.4. La comptabilité mentale.....	118
Conclusion.....	119

Petit glossaire

Bibliographie

Annexe

Table des matières

Annexes

Annexe 1 : Le questionnaire :

Quel est votre profil psychologique d'investisseur ?

Question 1 : Vous vendez vos titres...

- a** Quand vous considérez qu'ils n'ont plus leur place dans votre portefeuille
- b** Dès qu'ils ont perdu 10% de leur valeur
- c** Jamais vous attendez qu'ils remontent

Question 2 : Si un de vos titres baisse sensiblement sans raison apparente, vous...

- a** Prenez très rapidement votre perte
- b** Vous renforcez pour revenir à l'équilibre sur la ligne plus rapidement
- c** Vous faites rien et attendez que le vent tourne

Question 3 : Selon vous, le meilleur investisseur est celui qui...

- a** Au portefeuille qui affiche la meilleure performance
- b** N'a jamais perdu d'argent sur une ligne
- c** Ne rate jamais un titre qui flambe

Question 4 : En moyenne, vous conservez une ligne plutôt...

- a** un mois
- b** un an
- c** cinq ans

Question 5 : Vous gérez vous-même votre portefeuille parce que...

- a** C'est plus amusant
- b** Vous avez confiance dans vos intuitions
- c** Les commissions des sociétés de gestion sont trop importantes

Question 6 : Diriez-vous qu'au quotidien vous avez...

- a** Plutôt de la chance
- b** Plutôt pas de chance
- c** Aucun des deux

Question 7 : Quand vous avez perdu de l'argent sur une valeur, vous...

- a** Ne réinvestissez plus jamais dessus
- b** Essayez de regagner avec elle très rapidement
- c** La regarder de temps en temps pour voir l'évolution de son cours

Question 8 : Si le lendemain du jour où vous avez acheté un titre vous apprenez une information qui remet en cause votre analyse, vous...

- a** Revoyez votre analyse et, le cas échéant, revendez le titre
- b** Attendez qu'une autre information vienne conforter l'une ou l'autre des positions
- c** Relativisez la portée de l'information

Question 9 : Vous pensez qu'en Bourse la première idée

- a** Est toujours la bonne
- b** Ne doit jamais être suivie
- c** Est souvent bonne quand il s'agit de vendre et mauvaise quand il s'agit d'acheter

Question 10 : Depuis un certain temps vous suivez un titre dont le potentiel vous paraît très important. Fautes de liquidités vous n'avez pas pu l'acheter mais cela n'a pas porté à conséquences car le cours est hésitant. Seulement subitement le titre prend 10% et de votre côté des liquidités se dégagent. Que faites-vous ?

- a** Vous achetez malgré la hausse
- b** Vous attendez que le titre revienne sur ses niveaux habituels pour passer un ordre d'achat
- c** Vous réfléchissez

Question 11 : Quand vous constituez vos lignes, vous...

- a** Faites attention à ce qu'aucune ligne n'ait un poids trop important
- b** Vous essayez à ce que chaque ligne « pèse » autant que les autres
- c** Pas de répartition .un mois vous pouvez avoir dix lignes un autre seulement trois

Question 12: Si vous terminez une année en perte, vous...

- a** Pensez que vous devez vous rattraper l'année suivante
- b** Arrêtez d'investir en Bourse
- c** Considérez que ce n'est qu'anecdotique par rapport à tout ce que vous allez gagner

Annexe 2 : SPSS

SPSS (Statistical Package for the Social Sciences) est un logiciel utilisé pour l'analyse statistique. C'est aussi le nom de la société qui le revend (SPSS Inc). En 2009, la compagnie décide de changer le nom de ses produits en **PASW**, pour Predictive Analytics Software et est rachetée par IBM pour 1,2 milliards de dollars.

l'ancrage mentale.sav [DataSet2] - SPSS Statistics Data Editor

	Name	Type	Width	Decimals	Label	Values	Missing	Columns
1	Sexe	Numeric	8	0	Sexe de l'échantillon	{1, Homme}...	None	8
2	Profession	Numeric	8	0	profession de l'échantillon	{1, Wafa Bo...	None	8
3	Q7	Numeric	8	0	Question 7 "L'ancrage mental"	{1, a : répo...	None	8
4	Q8	Numeric	8	0	Question 8 "L'ancrage mental"	{1, a}...	None	8
5	Q9	Numeric	8	0	Question 9 "L'ancrage mental"	{1, a : répo...	None	8
6								
7								
8								
9								
10								
11								
12								
13								
14								
15								
16								
17								

SPSS Statistics Processor is ready

l'ancrage mentale.sav [DataSet2] - SPSS Statistics Data Editor

1 : Sexe 1,0 Visible: 5 of 5 Variables

	Sexe	Profession	Q7	Q8	Q9	var	var	var	var
1	1	1	2	3	1				
2	1	1	3	3	1				
3	1	1	3	3	1				
4	1	1	1	3	1				
5	1	1	2	3	1				
6	1	1	3	3	1				
7	1	1	1	3	1				
8	1	1	3	2	2				
9	1	1	3	3	1				
10	1	1	3	3	1				
11	1	1	3	2	2				
12	1	1	3	3	1				
13	1	1	3	3	1				
14	1	1	3	3	1				
15	1	1	3	3	1				

SPSS Statistics Processor is ready

La Finance comportementale

La finance comportementale (FC) est l'application de la psychologie à la finance.

Les phénomènes constatés sont très proches de ceux concernant l'application de la psychologie à l'économie, autrement dit l'économie comportementale (EC), si bien que ces deux domaines peuvent être regroupés.

La FC / EC recense les travers de comportement et leurs effets sur les marchés financiers, sous forme d'anomalies de prix ou de rendement. La FC cherche à détecter ces travers et anomalie de marché, et si possible les utiliser dans les stratégies de placement.

Elle s'oppose en cela à la théorie classique basée sur l'HEM - hypothèse d'efficience du marché. Elle émet aussi des réserves sur une trop large utilisation en théorie économique de la notion classique de fonction d'utilité.



Mohamed Al Mahi
Almahi.med@gmail.com