



## **l'investissement au travers de la finance comportementale** – entretien de Sparinvest avec Prof. Dr. Thorsten Hens

*Les deux dernières années ont été les témoins non seulement de la pire crise financière depuis les années 1930, mais aussi de l'une des reprises du marché les plus spectaculaires et les plus durables. Sparinvest a donc choisi de s'entretenir avec Thorsten Hens, l'un des premiers économistes et experts de la finance comportementale en Europe, pour en apprendre plus sur la finance comportementale et sur son rôle dans l'interprétation des événements des deux dernières années. M. Hens explique ci-dessous que, tant que les investisseurs ne parviendront pas à se défaire de leurs préjugés comportementaux, ils continueront à faire l'erreur classique consistant à vendre à bas prix et à acheter à des prix élevés en ignorant les stratégies « alpha » éprouvées telles que l'investissement « value ».*

**Thorsten Hens** est professeur SFI d'économie financière au Swiss Banking Institute de l'Université de Zurich. Il compte en outre parmi les plus grands économistes d'Europe et parmi les personnalités éminentes du domaine de la finance comportementale. En analysant la manière dont les investisseurs prennent leurs décisions, M. Hens se fonde sur des travaux de psychologie et fait appel à des données issues de la biologie pour comprendre la dynamique des marchés financiers. Il procède à des expériences sur de vraies personnes dans ses laboratoires de pointe à l'Université de Zurich. Son objectif consiste à expliquer les comportements extrêmes du marché. Ses théories et observations remettent souvent en cause l'idée suprême de la finance traditionnelle, c'est-à-dire la notion d'efficacité du marché.

Conjointement avec Allan Timmermann, de la University of California San Diego, Thorsten Hens a rejoint en juillet 2009 le Comité consultatif de Sparinvest qui contribue aux travaux du Comité d'investissement de Sparinvest, dont le rôle consiste à identifier des stratégies d'investissement de qualité supérieure.

### **A propos de la finance comportementale**

#### **Quelle est la définition de la finance comportementale ?**

L'aspect « comportemental » désigne l'étude du comportement des individus et des marchés. De ce point de vue, la discipline est très différente de la finance traditionnelle qui suppose que le comportement des investisseurs est rationnel, et on ne remet pas cela en cause. La principale innovation de la finance compor-

te mentale est d'étudier le comportement réel des gens, dans le cadre d'expériences en laboratoire par exemple, au lieu de construire des modèles en supposant que les gens agiront toujours de manière rationnelle. C'est pourquoi nous devons constamment faire des expériences visant à mettre au jour les différentes facettes du comportement et son évolution en périodes de crise, de prospérité, etc.

#### **La finance comportementale présente-t-elle différentes approches ?**

Oui, il existe une approche de laboratoire qui étudie le comportement humain et quelquefois des marchés. Nous utilisons pour nos expériences différents sujets : des étudiants, des traders, des CEO et même des journalistes ! Mais un grand nombre de données proviennent aussi des marchés (et non du laboratoire) et nous tentons d'en distinguer les aspects rationnels et irrationnels. Et puis, ensuite, il existe naturellement d'autres branches telles que la finance comportementale d'entreprise qui étudie par exemple l'excès de confiance des dirigeants.

#### **Existe-t-il une différence entre finance comportementale et neurofinance ?**

Oui. La neurofinance est une sorte de « coopération » entre l'économie financière et les neurosciences, qui constituent les fondements de la finance comportementale. Partons par exemple de l'hypothèse que vous avez certains préjugés, que nous vous les expliquons dans l'espoir de les supprimer mais que vous continuez de vous comporter de la même façon. Nous vous les

**Sparinvest**



expliquons encore et vous vous comportez encore de la même façon... C'est là qu'on décide de scanner votre cerveau pour découvrir ce qui ne va pas chez vous ! Dans mon groupe de recherche, nous avons aussi accès à un scanner du cerveau. Nous demandons aux étudiants de jouer aux cartes lorsqu'ils sont soumis à l'examen et nous observons ce qui se passe. Le problème de ce type de recherche, c'est que l'échantillon est petit. L'équipe ne peut mener d'expériences que sur cinq personnes par étude, tandis que, dans un laboratoire standard, ce chiffre peut atteindre des centaines. L'une des choses que nous avons découvertes, c'est que la région du cerveau qui enregistre l'expérience du gain est très différente de celle qui enregistre les pertes. Quelque chose doit donc se passer pour relier les deux : les gains doivent être comparés aux pertes car les deux parties du cerveau ne sont pas naturellement connectées.

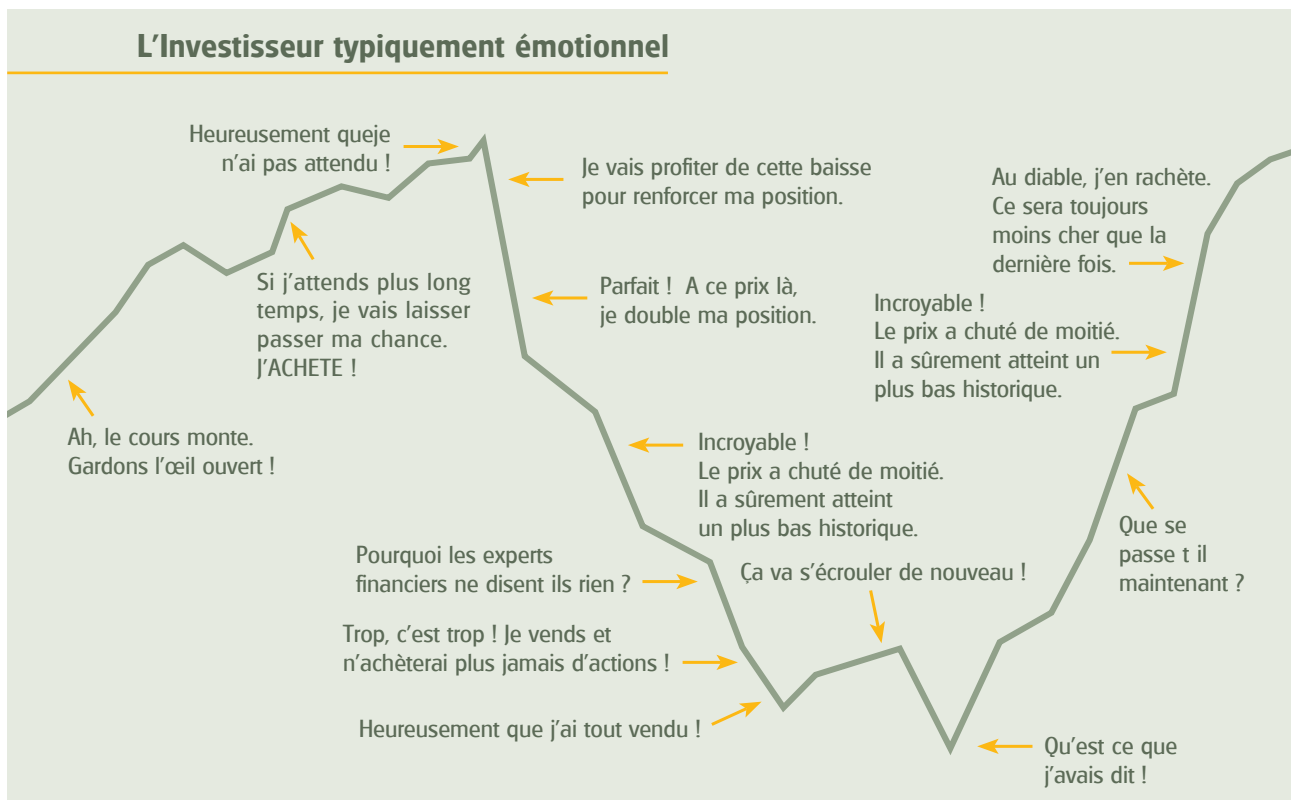
Le plus drôle, c'est que, si l'on étudie la finance traditionnelle, on a tendance à penser qu'aussi bien les gains que les pertes passent par l'avant du cerveau, la partie cognitive, et qu'ils sont comparés les uns aux autres, mais ce n'est pas aussi simple que cela. A la fois les gains et les pertes sont « situés » dans les parties très anciennes du cerveau, celles qui abritent les émotions et les sentiments.

Une forte conviction est donc nécessaire pour les extraire de ces régions et les faire passer à l'avant du cerveau où ils peuvent être traités rationnellement.

Au fil du temps, le cerveau s'est développé en différentes étapes et c'est la zone cognitive (celle qui distingue les êtres humains des animaux) qui s'est développée en dernier. Les premières parties du cerveau à s'être développées abritent toutes les émotions et nous les partageons avec les animaux. Cette région plus « primitive » est l'endroit où nous faisons l'expérience des gains et des pertes.

**Est-ce parce qu'il est difficile de faire sortir les pertes de la région émotionnelle du cerveau pour les faire passer dans la partie cognitive qu'il est difficile d'admettre avoir subi des pertes ? Un investisseur préférera-t-il conserver des actions qui ne cessent de chuter au lieu de les vendre ?**

Ce comportement a peut-être d'autres origines. Lorsque vous êtes un animal social, il est difficile d'admettre avoir fait des erreurs car une telle reconnaissance peut porter atteinte à votre réputation, surtout pour les mâles de l'espèce ! J'ai toujours du mal à trouver un investis-





seur ayant subi des pertes, surtout quand je m'adresse aux hommes ! Je ne sais pas ce qui se passe sur les marchés financiers mais, à chaque fois que je m'adresse à quelqu'un, il a toujours réalisé des gains !

### **Comment les investisseurs peuvent-ils utiliser les leçons tirées de la finance comportementale pour construire un portefeuille prospère ?**

La finance comportementale contribue à expliquer pourquoi certains facteurs de surperformance fonctionnent et pourquoi les portefeuilles doivent donc les privilégier. Elle traite des facteurs de « bêta comportemental » et d'« alpha comportemental » liés à l'investissement.

- Le bêta comportemental révèle que la plupart des investisseurs ne réussissent pas à battre l'indice car ils achètent quand les cours sont élevés et sur le point de baisser et vendent lorsqu'ils sont à la baisse et sur le point de se redresser. La compréhension du bêta comportemental peut aider un investisseur à contrôler ses erreurs psychologiques.
- L'alpha comportemental révèle que l'exploitation des erreurs des autres renferme un potentiel de gain. Par exemple, l'investissement « value » est une stratégie

qui a fait ses preuves. Une société devient une cible d'investissement « value » lorsque son cours tombe en dessous de sa valeur intrinsèque, c'est-à-dire qu'une baisse du cours constitue un signal d'achat positif. Cependant, les investisseurs individuels peuvent avoir du mal à identifier les erreurs qui valent la peine d'être exploitées et doivent donc déléguer cette tâche à des experts. Pour l'investissement « value », le meilleur processus correspond à un mélange de filtrage quantitatif et d'analyse approfondie. Il existe également un élément non négligeable d'intuition de la part des gérants « value » qui savent réellement ce qu'ils recherchent.

### **A quoi correspond l'utilisation de la finance comportementale en économie et dans le domaine de la gestion d'actifs ? Quel type d'événements la finance comportementale peut-elle expliquer ?**

Nous expliquons de nombreuses choses, comme les bulles et les krachs (avant tout), mais aussi ce que nous qualifions de « volatilité asymétrique », c'est-à-dire les raisons pour lesquelles les marchés sont plus volatils pendant les périodes baissières que pendant les périodes haussières. Nous expliquons en outre la prime

## **Préjugés comportementaux**

### **Préjugés cognitifs**

- Comptabilité mentale
- Calibrage erroné
- Préjugé de disponibilité et d'attention
- Préjugés de quête des tendances

### **Les émotions et l'investissement**

- Avarice et peur
- Fierté, regret, surprise

### **Intuition**

- Confiance (préjugé national)
- Instinct

### **Différences de sexe**

- Excès de confiance
- Préjugé d'auto-attribution

### **Attitude d'un troupeau de moutons, conformisme, panique**





« value » : pourquoi l'investissement « value » vous fait-il bénéficier de cette prime, qui ne disparaît pas et reste stable au fil du temps à environ 4 % - 5 %\* par an par rapport à un investissement indiciel ?

### Quel est l'objectif de vos études ?

L'objectif est triple :

- Donner des conseils aux investisseurs et les aider à obtenir du bêta comportemental, c'est-à-dire à moins gâcher d'argent
- Elaborer des produits financiers qui satisfont les exigences des investisseurs
- Contribuer à créer des fonds de placement susceptibles de générer de l'alpha en se concentrant sur les facteurs de surperformance

### Sur quel(le)s préjugés/concepts/notions la finance comportementale est-elle fondée ?

Les préjugés peuvent par exemple être classés comme suit :

- **Préjugés cognitifs.** Il s'agit des préjugés que vous avez l'espoir d'expliquer ! Ainsi, par exemple, si vous faites un mauvais calcul ou que vos compétences laissent à désirer, nous pouvons vous expliquer vos erreurs et vous aider à les comprendre.
- **Préjugés émotionnels.** Il est bien connu que des émotions fortes comme l'avidité et la peur influencent vos décisions. Elles sont bien plus difficiles à surmonter.
- **Intuition et instinct.** Ils peuvent être positifs – et négatifs, tout dépend de ce que vous voulez faire. Si vous êtes un *day trader* ou un adepte de la sélection de titres (*stock-picker*), il est préférable de ne pas vous appuyer sur votre intuition. Mais si vous êtes investisseur « value », votre intuition vous sera très utile car les décisions intuitives sont généralement basées sur des observations à long terme. L'aspect humain est essentiel dans l'investissement « value ». Même si, de toute évidence, une stratégie « value » peut être construite par l'intermédiaire d'une approche indicielle (à moindres frais également), je pense qu'une bonne équipe « value » offre un avantage certain, même si, bien entendu, elle est plus chère.

\* Référence à la moyenne long terme sur des horizons d'au moins 10 ans

### La crise financière du point de vue de la finance comportementale

#### Avez-vous tiré de nouvelles leçons de la crise financière et de la reprise ultérieure ?

J'ai trouvé cette crise très intéressante, dans le sens où elle a permis de voir si nos expériences en laboratoire sur le comportement des investisseurs étaient confirmées par la réalité. Dans le laboratoire, les étudiants reçoivent de l'argent avec lequel ils peuvent jouer le rôle de traders. Mon équipe et moi-même manipulons les marchés en communiquant aux étudiants des nouvelles et événements « extrêmes » plus graves que dans la réalité. Nous sommes ensuite à même d'étudier leurs réactions, leurs décisions de négociation, leurs traits comportementaux et la performance globale de leurs investissements. La crise a été une occasion pour nous d'observer la réaction des investisseurs réels face à une crise d'une extrême gravité.

#### Comment l'évolution du marché ces deux dernières années prouve-t-elle la pertinence de la théorie de la finance comportementale ?

Elle prouve assurément la théorie de l'aversion aux pertes, c'est-à-dire le fait que les investisseurs soient plus sensibles aux replis. Après la crise de 2001 (la bulle Internet), les investisseurs particuliers ont mis environ trois ans à retrouver leur goût du risque. La panique entourant la bulle Internet était causée par l'incapacité des investisseurs à vendre leurs positions à découvert. Le marché n'était pas suffisamment mûr et la plupart des actions souscrites n'étaient pas négociées sur les grandes Bourses. Lors de cette dernière crise, nous avons assisté à une « panique accumulée », le souvenir de la crise précédente étant présent dans les esprits, et surtout l'effondrement de Lehman Brothers. Les investisseurs se souvenaient que les marchés pouvaient s'effondrer rapidement et ont donc voulu se retirer rapidement, précisément au moment où ils auraient dû commencer à acheter. La panique a atteint un tel niveau que de nombreux investisseurs privés restent aujourd'hui sur la touche, ayant trop peur de réintégrer les marchés boursiers. La confiance a disparu, surtout dans le secteur bancaire.

Normalement, les investisseurs ont tendance à être très optimistes lorsque les marchés sont haussiers et pessimistes en périodes baissières. Même si 2009 a été



***un excellent cru pour les actions, les investisseurs privés semblent toujours relativement pessimistes. Est-ce vrai ? Et si oui, pourquoi le pessimisme est-il si profond ?***

Les investisseurs privés ont tous peur d'investir. Ils se sont brûlé les doigts, l'économie semble incertaine, ils ont peur du chômage et se sentent plus pauvres. Tout investisseur rationnel doit apprendre à surmonter ses réactions comportementales naturelles. Ainsi, si nous disposons des fonds nécessaires, un repli du marché est le meilleur moment pour investir. En qualité d'apprenants qui s'adaptent, les êtres humains investissent mieux s'ils ont de l'expérience. Quoi qu'il en soit, le marché lui-même comprendra toujours une part d'acteurs/de nouveaux-venus irrationnels qui le rendent irrationnel lui-même.

***Les investisseurs apprendront-ils une fois pour toutes qu'il ne faut jamais suivre le reste du troupeau ? Les investisseurs privés seront-ils un jour convaincus des bienfaits de l'investissement contre-cyclique ?***

*Les investisseurs suivent le troupeau car un tel comportement a l'air plus sûr. Les gens ont l'impression que si quelque chose va mal pour tout le monde, alors une personne en position d'autorité devra intervenir et les sauver.*

***La crise revêt-elle aussi, selon vous, des aspects positifs ? Y a-t-il des améliorations aux niveaux des produits, des conseils ou du comportement des investisseurs ?***

S'agissant des produits, je dirais que le produit d'investissement « idéal » reposerait sur les concepts d'investissement « value » à la hausse et de protection du capital à la baisse. L'investissement « value » crée un excédent d'environ 6 %-7 % les bonnes années, mais essuie aussi des pertes plus graves que celles de l'indice. J'estime qu'un produit parfait serait celui qui mettrait en réserve 1 % à 2 % du montant excédentaire généré par l'aspect « value » pendant les phases haussières et l'utiliserait en guise de protection pendant les crises. Le problème, c'est que les investisseurs ne pensent que la protection du capital est une bonne chose que lorsqu'ils viennent de perdre beaucoup d'argent (c'est-à-dire quand il est trop tard). Ils auraient dû exiger de tels produits en 2007 et non en 2008. Quand les marchés s'envolent, les investisseurs devraient s'acheter un parachute au lieu de s'exposer à 100 % aux actions.

***Au cours des deux dernières années, un évènement est-il intervenu qui vous inciterait à modifier les questions que vous posez à un investisseur pour définir son profil de risque ?***

Oui, je souhaite désormais contrôler ses préjugés comportementaux. L'outil de définition du profil de risque utilisé par des sociétés comme Sparinvest a été développé dans l'optique de la législation MIFID. Il est conforme à la MIFID, mais celle-ci n'exige pas le contrôle des préjugés comportementaux. Citons à titre d'exemple l'effet de disposition (ne pas vouloir vendre à perte) ou encore le préjugé pro-cyclique. Nous posons également des questions sur la confiance : à qui les investisseurs font-ils le plus confiance pour gérer leur argent ? (Les résultats obtenus par les banques sont très faibles à l'heure actuelle.)

### **Facteurs de surperformance et produits Sparinvest**

***Le processus d'investissement « value » de Sparinvest repose sur la détermination de « valeur intrinsèque » par rapport à la valeur de marché. Comment l'écart entre les deux prix est-il expliqué par la finance comportementale ?***

L'avantage de la finance comportementale, c'est qu'il s'agit du seul domaine de recherche qui reconnaît et explique la différence. La finance traditionnelle dirait que le prix du marché est toujours correct. Mais des études ont démontré l'existence d'écarts par rapport au prix du marché à long terme, qui expliquent que les prix soient trop faibles pendant certaines périodes et trop élevés pendant d'autres. Ainsi, dans un sens, les investisseurs sont rassurés lorsqu'ils ne voient pas seulement une boîte noire affichant un résultat positif pour une stratégie donnée, mais qu'on leur donne aussi les arguments qui expliquent ce résultat.

***Comment expliquez-vous la prime liée au momentum (dynamique des cours) ?***

Pour la comprendre, il faut se rappeler que le marché financier est un lieu de négociation des prix et que nous avons constaté la coexistence d'une prime « value » et de la prime de « momentum » depuis maintenant plus de 80 ans. Il est donc clair que, d'une manière ou



d'une autre, il s'agit d'un compromis : j'obtiens quelque chose de vous, vous obtenez quelque chose de moi et nous sommes tous les deux contents. Et maintenant, si l'on se penche sur les types de rendements des styles « value » et « momentum », l'on constate qu'ils sont assez différents. Les deux approches dégagent des rendements excédentaires, mais la différence n'est pas là. C'est du côté de la volatilité qu'ils se distinguent l'un de l'autre. De plus, ils se comportent différemment en fonction de l'horizon d'investissement. Ce que l'on constate, c'est que les investisseurs patients optent pour l'investissement « value », tandis que les investisseurs impatientes, qui n'aiment pas les performances « extrêmes », choisissent l'approche momentum. Un modèle peut ensuite être conçu pour expliquer qu'ils sont tous deux satisfaits. Ils négocient entre eux et c'est comme si l'un produisait du Coca-Cola et l'autre du lait : ils sont contents tous les deux. Ce phénomène persiste au fil du temps. C'est pourquoi quiconque veut « vendre » l'investissement « value » doit éviter de le qualifier de « meilleure stratégie pour vous, quelle que soit la catégorie d'investisseurs à laquelle vous appartenez ». Un investisseur doit présenter certaines caractéristiques pour réellement apprécier les performances « value ». Les investisseurs plus myopes (ou transitoires) préféreront la performance « momentum ».

**Existe-t-il un argument en vertu duquel l'on ne vend pas une action « value » à sa juste valeur, mais plutôt à sa juste valeur majorée de la prime de momentum ?**

Idéalement, les deux effets devraient être combinés, comme dans le produit Equitas récemment lancé par Sparinvest. Les styles « value » et « momentum » se complètent l'un l'autre. Ils ne sont pas fortement corrélés et leur combinaison représente donc un plus certain.

**Equitas englobe-t-il tous les facteurs de surperformance ou en existe-t-il d'autres ?**

Il en existe presque certainement d'autres mais il convient d'envisager le produit non pas du point de vue des préjugés, mais de celui du type de performances obtenues. En combinant les styles « value » et « momentum », vous bénéficiez d'une sorte de performance différente, ce que certains investisseurs n'apprécieront pas. Certains peuvent préférer les performances « value » pures et d'autres les performances « momentum » pures. L'association de styles différents modifie les caractéristiques de la performance, mais elle est aussi

susceptible de générer des résultats qui plaisent à un plus grand nombre d'investisseurs que ne l'aurait fait un produit concentré sur un facteur unique.

### **Aperçu**

*Thorsten Hens a récemment conclu une expérience internationale portant sur les variations de l'attitude face au risque d'un pays à l'autre (42 des 50 pays invités à participer ont répondu. Dans chaque pays, les participants étaient 100 étudiants en économie).*

*Il a étudié des attributs tels que la patience ainsi que trois dimensions du risque : la capacité de risque, la tolérance à l'égard du risque et la conscience face au risque. S'agissant de la patience, un atout très important en matière d'investissement, il a conclu que les pays scandinaves/germaniques arrivaient en tête de liste (parmi les 42 pays ayant répondu). Les moins patients sont les Américains ! En effet, plusieurs nations africaines ont obtenu de meilleurs résultats que les Etats-Unis. L'étude a démontré que le stéréotype selon lequel les Asiatiques sont joueurs et possèdent une forte tolérance au risque était faux. Ils sont tout aussi tolérants à l'égard du risque que les Européens mais sont moins conscients des risques. Par exemple, lorsqu'ils jouent au loto, ils sont plus susceptibles que les Européens de croire qu'ils ont des chances de gagner !*

*Une autre partie du sondage a montré que, plus un pays était individualiste (par rapport au collectivisme), plus il paniquait pendant les phases baissières. Il s'agit de l'« hypothèse du cousin ». Dans les pays où les familles nombreuses sont la norme, les membres individuels de la famille craignent moins de perdre leur emploi ou leur logement car le reste de la famille/communauté les entourera et les aidera.*

Pour obtenir de plus amples informations sur Thorsten Hens, veuillez cliquer sur le lien suivant :

<http://www.isb.uzh.ch/institut/staff/hens.thorsten>



Sparinvest offre les fonds d'actions et d'obligations suivants, qui sont tous désignés à capturer le potentiel de surperformance de l'investissement « value ».

### Nos fonds action « value »

Fonds	code ISIN
Ethical Global Value	LU0362355355
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

### Nos fonds d'obligations « value »

Fonds	code ISIN
Emerging Markets Corporate Value Bonds	LU0519053697
Ethical High Yield Value Bonds	LU0473784196
High Yield Value Bonds	LU0232765429
Investment Grade Value Bonds	LU0264925727

### Actions

Fonds	code ISIN
Equitas	LU0362354549

Equitas investit dans des actions basées sur les facteurs « value » et « momentum ».

Vous trouvez plus d'informations sur ces fonds sur [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit Luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs/représentants agréés, tout comme les statuts d'origine de la SICAV et tous change-ments relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantes de résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Sources (si mentionnées): Sparinvest, Standard & Poors, Morningstar, Bloomberg. Pour les investis-seurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zurich branch, Badenerstrasse 567, boîte postale 101, CH-8066 Zurich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg. Sous réserve d'éventuelles erreurs typographiques, de calcul et autres pouvant apparaître dans la documentation.