



PORTRAIT PSYCHOLOGIQUE DE L'INVESTISSEUR INDIVIDUEL EN EUROPE

WERNER DE BONDT *
PATRICK ZURSTRASSEN **
ARIANNA ARZENI ***

« **C**onnaître son client » est peut-être le plus grand et plus constant enseignement prodigué par les écoles de commerce et de gestion. Cet enseignement s'applique également au domaine financier : afin de protéger et faire fructifier le patrimoine de leurs clients, les banques, les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les sociétés de placement en valeurs mobilières et les autres institutions financières doivent bien comprendre les valeurs, les croyances et les comportements des investisseurs. De plus, les phénomènes de globalisation et d'intégration européenne ont accru considérablement la complexité des placements mobiliers. Aujourd'hui, les capitaux se déplacent facilement d'une frontière à l'autre, ce qui fait que les grandes institutions financières ont à présent des clients demeurant partout dans le monde.

Le comportement d'épargne et d'investissement varie d'une nation et d'un groupe d'individus à l'autre, lié aux circonstances économiques et aux réglementations institutionnelles, légales et fiscales différentes. Toutefois, un facteur fondamental de ce comportement semble être la culture et la spécificité nationale. Comment la culture influence-t-elle ce comportement ? C'est un sujet important, qui a été étudié au fil du temps au sein de presque toutes les sciences sociales. La tradition remonte au grand œuvre classique en sociologie de Max Weber, « L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme » (1904). Le sujet a été traité aussi en psychologie (McClelland, 1961 ; Smith and Harris Bond,

* Université de Wisconsin-Madison.

** Crédit Agricole Indosuez Luxembourg.

*** Crédit Agricole Indosuez Luxembourg.

Les auteurs remercient Vera Cooremans, Marilys Drevet, Maria Kousathana, Philippe Neve, Elke Persoons, Eleanor de Rosmorduc et Kim Scott pour l'aide à la recherche et leurs commentaires.

La traduction en français de cet article a été effectuée par Adriana Bunéa, Université d'Orléans.



1993), sciences politiques (Inglehart, 1997; Harrison and Huntington, 2000), économie (Landes, 1998) et marketing et gestion (Hofstede, 1980; Hampden-Turner and Trompenaars, 1993).

Qu'est-ce que la culture ? Certaines opinions, valeurs et croyances ont tendance à aller de pair avec ce qu'on appelle les « encadrements mentaux » (*mental frames*). Par exemple, un individu qui se voit lui-même comme quelqu'un de discipliné, qui se soucie de l'avenir et qui considère que le gouvernement devrait réduire la dette publique, pourrait préférer un portefeuille peu risqué, disposant de beaucoup de liquidités. Par contre, les investisseurs qui orientent leurs portefeuilles vers plus d'actions peuvent ne pas tellement se soucier du lendemain ; ces derniers se voient eux-mêmes plutôt comme des leaders et croient fermement que les valeurs entrepreneuriales sont bénéfiques à la société. Les groupes d'individus et les cultures seraient caractérisés par certaines configurations de valeurs et croyances.

Ces configurations ne sont pas le fait du hasard ; il est pourtant difficile de les dériver directement de principes axiomatiques. Les « encadrements mentaux » sont en général utiles dans la prise de décision, bien que - dans beaucoup de circonstances - ils induisent en erreur. Ils peuvent être très simples et, pourtant, résister au changement. Pour comprendre cela, il suffit de prendre l'exemple de la pseudo-science, ou des mythes et superstitions ambiantes concernant les propriétés bénéfiques des plantes médicinales. Il est évident que le degré de connaissance en finance (ce que les gens connaissent réellement) se trouve au cœur de la prise de décision en matière d'investissement. Lorsqu'on rencontre un problème financier, il n'y a pas toujours de modèle ou de vérité unique, bien qu'il y ait des degrés de savoir. Beaucoup d'individus utilisent des modèles implicites qui sont faux (voir par exemple Salter, 1983). En d'autres termes, leur comportement peut suivre des idées erronées, qui ne correspondent pas aux faits « objectifs » sous-jacents. Cela ne devrait pas nous étonner : la logique de la raison n'est pas aristotélicienne ou cartésienne, mais elle est tout simplement psychologique.

L'objectif de cette étude est d'identifier et, dans une moindre mesure, de comprendre les principales configurations des valeurs et croyances que possèdent les investisseurs européens détenteurs d'un patrimoine moyen. Étant corrélés avec les décisions d'investissement (par exemple le choix du portefeuille et l'allocation des actifs), les « encadrements mentaux » ont certainement de l'importance.

Notre étude est basée sur des méthodes d'enquête standards qui analysent comment les individus se perçoivent eux-mêmes et leur environnement. Beaucoup de ce que les gens savent, ils l'acceptent bien sûr par la foi. (Qu'est-ce qui c'est passé à Waterloo ? Le lait et le fromage sont-ils riches en calcium ? L'Équateur est-il un pays de l'Amérique du



Sud ? Les actions sont-elles le meilleur investissement à long terme ?) Tout enfant qui naît dans le monde ne peut vraiment pas recréer à partir de zéro le savoir collectif sur l'univers. Les « encadrements mentaux » sont partagés socialement, et dans une grande mesure, ils sont le produit des éducateurs, des leaders d'opinion et de la publicité (« Chez Ford, la qualité est le principal souci »). Ils sont transmis par les plus vieux aux plus jeunes. Ainsi, notre étude analyse le raisonnement de la masse et, en particulier, la manière dont celui-ci se rapporte à l'épargne et à l'investissement.

Notre approche est évidemment très différente de celle de la finance moderne standard. Au sein de cette dernière, la théorie et la pratique de la prise de décision sont étudiées le plus souvent de manière déductive. La prise de décision est réduite alors à un problème d'optimisation classique : quelle est la stratégie d'investissement appropriée pour un investisseur rationnel ? La finance moderne est basée sur la notion classique d'*homo economicus*, c'est-à-dire sur les axiomes normatifs fondateurs de la théorie de l'utilité anticipée, de l'aversion au risque, des anticipations rationnelles, et des corrections bayésiennes. Mais cela suppose que les individus disposent d'un savoir considérable quant à la structure fondamentale de l'économie. Ainsi, l'économie financière ne traite pas le savoir comme une ressource rare. Simon (1983) qualifie cette approche de « modèle olympique ». Par conséquent, au sein de la finance moderne, il y a peu de place pour l'étude des différences culturelles¹.

Le nouveau domaine de la finance comportementale suit principalement une approche inductive, se concentrant sur ce que les individus font réellement. Ce que font les investisseurs peut, bien sûr, être très différent de ce qu'ils devraient faire en principe. De Bondt et Thaler (1995) présentent une revue de littérature sur la finance comportementale. Suite aux travaux empiriques effectués, on voit que les individus violent fréquemment, à bon escient, les axiomes rationnels qui constituent les fondements de la finance moderne (Slovic, 1972 ; Tversky and Kahneman, 1986). Au long des années, beaucoup d'études empiriques ont mis en évidence la distance énorme qui existe entre la réalité et les prédictions de la théorie du portefeuille et de l'évaluation des actifs. Dans nombre de cas, des hypothèses comportementales ont permis la découverte de ces faits irréguliers. De Bondt (1998) énumère quatre classes d'anomalies dans le comportement d'investisseurs individuels : les perceptions erronées de la dynamique des prix des actions, de leur valeur, du risque de gestion et des pratiques boursières. Ce qui est tout à fait surprenant, c'est l'incapacité de beaucoup d'individus, même après des années d'expérience, d'en tirer des principes de base sur l'investissement (comme par exemple, le bénéfice de la diversification).

Il y a actuellement un nombre encore limité d'études qui adoptent un point de vue spécifique sur la culture, le mode de vie et la démographie.

Quelques études ont été réalisées dans ce sens par des conseillers et planificateurs financiers américains, tels que Barnewall (1987), Kaiser (1987) et Stanley (2000). Avec peu d'exceptions (e.g., Warren et al., 1990; MacGregor et al., 1999), ce type de travaux présente plutôt des résultats non-quantitatifs basés sur l'expérience des auteurs à partir de relations avec leurs clients. Une autre voie de recherche proche s'intéresse aux outils d'évaluation du risque qui aident les conseillers financiers à choisir les produits d'investissement les plus adaptés en fonction de la tolérance au risque de leurs clients (voir par exemple Opdyke, 2000).

Nous présentons ci-après un résumé non-technique de notre étude sur les investisseurs européens. Une analyse statistique détaillée de ces données peut être trouvée sur le support technique, qui est actuellement en cours de préparation (De Bondt, 2001).

DONNÉES ET MÉTHODES

Comme nous l'avons précisé plus haut, nous utilisons la méthode standard des questionnaires. Notre étude est la plus large qui ait jamais été effectuée en Europe en ce domaine. Elle a été réalisée pendant la période de mars/avril 2001 en coopération avec le réseau de sondage TNS (Dimarso en Belgique, Sofrès en France, Emmid en Allemagne, Abacus en Italie, Demoscopia en Espagne et Taylor-Nelson en Grande-Bretagne). Le questionnaire a été adressé à des ménages qui ont investi des capitaux en actions, obligations ou fonds mutuels. Nous avons reçu plus de 3 100 réponses valides, dont au moins 500 dans chacun des pays suivants : Belgique, France, Allemagne, Italie, Espagne et Grande-Bretagne.

L'enquête a été rédigée d'abord en anglais et traduite ensuite. Un nombre plus réduit de questions avait déjà été étudié aux États-Unis. Une sélection d'investisseurs belges (le *focus group*) ont répondu au sondage sous forme de texte préliminaire en mars 2001, et ont ensuite débattu les questions en détails avec un des auteurs du questionnaire.

Chaque questionnaire contenait 237 questions ayant trait (1) à la démographie et au style de vie ; (2) au revenu et au patrimoine ; (3) à l'expertise financière ; (4) aux valeurs et croyances personnelles ; (5) aux valeurs et croyances sur le monde ; (6) aux valeurs et croyances qui guident les stratégies des investisseurs ; et (7) aux mérites respectifs des produits d'investissement. Les valeurs et les croyances des individus sont difficiles à saisir. À cause de cela, nous avons utilisé des questions multiples afin par exemple de cerner si au sein d'une même dimension comportementale, les individus se perçoivent plutôt comme « heureux », ou comme des « leaders »... Notre analyse est basée sur un total de plus de 900 000 réponses.



L'INVESTISSEUR EUROPÉEN

Nous commençons par un portrait rapide du sondé moyen. Nous avons étudié le comportement d'investisseurs européens moyennement fortunés, appartenant à la classe moyenne-supérieure de la population : 77 % des sondés sont mariés ; 56 % sont des hommes ; 57 % ont moins de 55 ans ; 44 % ont encore des enfants à leur charge ; 40 % travaillent à plein temps ; 34 % sont retraités ; 29 % vont régulièrement à l'église.

Pour une majorité de sondés (56 %), le patrimoine investi se situe entre 100 000 et 1 million d'euros (2 % investissent plus d'un million d'euros). Ils sont des épargnants invétérés : 53 % des individus de l'échantillon épargnent plus de 5 % de leur revenu annuel ; 59 % touchent des revenus sous forme d'intérêts ; 45 % touchent des dividendes ; 17 % reçoivent des revenus de leurs investissements immobiliers ; et 67 % se proposent de laisser un héritage.

Nos sondés sont généralement en bonne santé (74 %). Une large majorité d'entre eux sont propriétaires de leur propre logement (84 %), et environ 20 % disposent d'une résidence secondaire. 71 % n'ont pas de dette hypothécaire. Ils sont éduqués (43 % parlent plusieurs langues) et informés culturellement. Par exemple, la majorité va au théâtre et aime la lecture ; 54 % lisent cinq livres ou plus par an, si on suppose que l'achat d'un livre signifie qu'il est aussi lu ; 44 % sont abonnés à un journal, et 43 % utilisent un ordinateur personnel régulièrement. Ils voyagent : 54 % sont déjà sortis du continent européen, et 21 % ont visité les États-Unis². 70 % utilisent régulièrement les cartes de crédit.

Comme nous voulons comprendre quels sont les liens entre la nationalité, la culture et les décisions d'investissement, il est utile d'analyser comment les sondés perçoivent leur identité nationale : 15 % se voient comme des « citoyens du monde » (le plus grand pourcentage est atteint par les résidents espagnols) ; 20 % comme des « citoyens de l'Europe » (les italiens détiennent le score le plus élevé), et 52 % comme des citoyens du pays dont ils sont résidents (le score le plus élevé est atteint par les britanniques). Enfin, 12 % se voient comme étant les citoyens d'une région particulière à l'intérieur d'un pays (le plus grand score étant détenu par les belges).

L'INVESTISSEUR ET SON PORTEFEUILLE

Comment les investisseurs européens gèrent-ils leur portefeuille ? La plupart le font eux-mêmes (77 %), avec l'aide de leur famille et amis (18 %), à partir des articles publiés dans la presse (37 %) et des bulletins des sociétés de placement mobilier (11 %). 22 % font appel aux conseils des professionnels, et 44 % aux conseillers bancaires. Fait surprenant, 62 % affirment qu'ils passent en moyenne plus de 30 minutes par jour à « lire les magazines spécialisés et à regarder les nouvelles financières à la télé ».



Par rapport à l'investisseur américain, l'investisseur européen moyen reste encore assez conservateur, mais de moins en moins. Les placements les plus prisés restent les comptes d'épargne bancaire et autres instruments à revenus fixes. Toutefois, 38 % affirment investir maintenant dans les actions des grandes entreprises et 39 % auprès des fonds mutuels actions. Il y a cinq ans, les chiffres correspondants étaient de 29 % et respectivement 28 %. Les sondés estiment que ces chiffres étaient de 13 % et respectivement 12 % pour leurs parents. Relativement peu d'investisseurs négocient des actions en ligne (5 %), achètent des options sur les actions (6 %), ou placent dans des actifs en dehors de l'Europe de l'Ouest (12 %).

63 % d'individus de l'échantillon estiment que le profit moyen annuel rapporté par leurs portefeuilles a été compris entre 3 % et 12 % pendant les cinq dernières années. 74 % s'attendent à gagner autant aussi à l'avenir, tandis que 5 % s'attendent à gagner plus de 12 % par an.

VALEURS, CROYANCES ET IDENTITÉ NATIONALE

Afin d'appréhender les valeurs et les croyances des investisseurs, nous avons dû réaliser un choix judicieux sur les opinions qui pouvaient être, *a priori*, les plus importantes dans le contexte économique. En ce sens, nous nous sommes appuyés sur nos propres connaissances en matière de comportement d'investissement, sur la littérature de psychologie financière existante (par exemple, De Bondt, 1998 ; Warneryd, 2001), ainsi que sur les réponses données par le principal groupe d'investisseurs sondés. Nous avons essayé d'appréhender (1) les valeurs et croyances personnelles des sondés ; (2) leurs valeurs et croyances sur le monde ; et (3) les valeurs et croyances qui influencent leur stratégie d'investissement. Nous avons étudié dans quelle mesure les sondés étaient d'accord ou pas avec les affirmations énumérées dans le tableau n°1. Afin d'obtenir des résultats aussi fiables que possible pour chaque individu de l'échantillon, chaque affirmation a été « vérifiée » à l'aide de plusieurs questions (deux à cinq). Au total, il y a eu 39 affirmations. Un désaccord fort a été noté avec -1,0 ; un désaccord faible -0,5 ; une position neutre 0,0 ; un accord faible 0,5 ; et un accord fort 1,0. Le tableau n°1 présente les scores obtenus, classifiés selon les affirmations et agrégés pour toutes les questions et pour les sondés de tous les pays.

Valeurs et croyances personnelles

Nos résultats montrent que l'Européen représentatif de l'échantillon aime beaucoup sa famille (le score moyen est de 0,88), se considère heureux (0,78), aime bien travailler (0,65), respecte les traditions (0,61),

Tableau n°1
Valeurs et croyances

Chaque affirmation concernant les valeurs et croyances est appréciée à l'aide de deux à cinq questions. Un désaccord fort est noté avec -1,0 ; un désaccord faible avec -0,5 ; une position neutre avec 0,0 ; un accord faible avec 0,5 ; et un accord fort avec 1,0. Nous rendons ci-dessous (i) les valeurs et les croyances que les répondants du sondage sont appelés à apprécier, et (ii) les scores moyens arithmétiques pour ces questions et tous les répondants.

A. Valeurs et croyances personnelles

1. Je suis heureux.	0,78
2. J'aime travailler.	0,65
3. J'aime ma famille.	0,88
4. J'aime le luxe.	-0,40
5. Je cherche l'équilibre dans la vie.	0,39
6. Je suis responsable de mon propre succès ou échec.	0,50
7. Je suis un leader.	0,36
8. J'aime bien me conformer socialement.	-0,47
9. Je suis une personne sérieuse, réfléchie.	0,30
10. J'ai une vision de long terme.	0,60
11. Je m'inquiète de l'avenir.	-0,29
12. Je déteste l'échec.	-0,17
13. J'aime bien l'autodiscipline.	0,42
14. Je prends des décisions vite.	-0,03
15. Je fais confiance aux personnes et institutions sociales.	-0,05
16. Je respecte la tradition.	0,61
17. J'ai de la compassion pour les nécessiteux.	0,33

137

B. Valeurs et croyances sur le monde

1. Notre société a besoin de changements.	0,49
2. La globalisation est bénéfique à la société.	-0,17
3. L'Union européenne est bénéfique à la société.	0,02
4. La régulation est bénéfique à la société.	0,15
5. Les valeurs entrepreneuriales et la liberté sont bénéfiques à la société.	0,58
6. La compétence engendre le succès.	0,10
7. Beaucoup d'individus sont égoïstes et on ne peut pas leur faire confiance.	0,71
8. Les services du gouvernement manquent souvent de qualité.	0,16
9. Les politiciens déçoivent souvent.	0,17

C. Valeurs et croyances qui guident la stratégie d'investissement

1. J'aime bien investir.	0,02
2. J'épargne.	0,71
3. J'ai besoin d'épargner.	0,30
4. Il est difficile d'épargner.	0,16
5. Je suis compétent pour prendre des décisions financières.	-0,07
6. J'aime le risque.	-0,17
7. Je prend des risques calculés.	0,29
8. Je me soucie de l'inflation.	0,63
9. Je me soucie de la volatilité des marchés actions.	0,14
10. L'investissement réussi demande de l'effort.	0,52
11. L'investissement réussi demande de la patience.	0,71
12. L'investissement a une dimension éthique.	0,34
13. Les banquiers méritent qu'on leur fasse confiance.	0,43

a plutôt une vision de long terme de la vie (0,60), et se sent responsable de son succès ou échec (0,50). L'Européen moyen n'aime pas le conformisme social (-0,47), déclare ne pas aimer le luxe (-0,40), et ne s'inquiète pas de l'avenir (-0,29).

Il y a bien sûr des différences importantes entre les réponses données par les hommes/femmes participant au sondage, ainsi qu'entre les jeunes/vieux, les individus à revenu élevé/ceux qui ont un revenu bas... Nous illustrons ici brièvement quelques différences qui existent entre les nationalités. Comme mentionné plus haut, l'identité nationale pourrait constituer une variable proxy utile pour expliquer la persistance de certains ensembles de valeurs et croyances³.

Par exemple, les Français (plus que toute autre nationalité) sont d'accord sur le fait que « l'argent achète le bonheur ». Pourtant, les Français et les Italiens de notre échantillon sont en-dessous d'autres nationalités sur le degré de plaisir que leur apporte les produits de luxe (-0,67 et -0,50 respectivement). Pour les Britanniques, le score n'est pas statistiquement différent de zéro. Les Allemands se perçoivent comme des leaders naturels, qui « prennent leurs responsabilités dans les circonstances difficiles ». En moyenne, les Européens démentent qu'ils détestent l'échec. Les Français, en particulier, n'admettent pas (-0,42) qu'une baisse hypothétique de 10 % de leur patrimoine total pourrait les rendre malheureux.

138

Valeurs et croyances sur le monde

Les Européens sont d'accord entre eux sur le fait qu'on ne peut pas faire confiance à la plupart des gens (0,71), que les valeurs entrepreneuriales profitent à la société (0,58), et que la société a besoin de changements (0,49). Toutefois, il y a beaucoup de scepticisme en ce qui concerne la globalisation, l'Union européenne et le rôle du gouvernement. Seulement 8 % des Européens sont d'accord que la « culture américaine est en train de changer l'Europe positivement ». Les Français en particulier, considèrent que la globalisation nuit à l'emploi. En moyenne, les Européens considèrent que les réglementations sont bénéfiques à la société. Pourtant, beaucoup affirment aussi que la bureaucratie étatique et les services sociaux sont en déclin. 58 % des Européens pensent que l'assurance médicale privée est devenue une nécessité. 91 % des Français sont d'accord avec cela et, fait intéressant, seulement 37 % des Britanniques.

Valeurs, croyances et stratégie d'investissement

Les sondés de notre enquête sont des épargnants invétérés (0,71). Dans leur esprit, un investissement réussi demande à la fois de la patience (0,71) et de l'effort (0,52). Ils prennent des risques calculés (0,29), mais ils n'aiment pas pour autant le risque *per se* (-0,17). L'Européen représentatif se soucie beaucoup plus de l'inflation des prix



à la consommation que de la volatilité des marchés actions. Il fait confiance aux conseillers financiers et bancaires (0,43).

Il y a des différences culturelles considérables entre les pays. 40 % des Espagnols de notre échantillon admettent qu'ils manquent de confiance en eux-mêmes en matière d'investissement financier. Le chiffre équivalent pour l'Allemagne est de 9 %. 60 % des investisseurs allemands continuent à croire en leur bonne étoile, par rapport à 33 % seulement des Espagnols. 64 % des Français affirment qu'on devrait tenir compte des conséquences sociales et éthiques de l'investissement sur les autres membres de la société. Seulement 15 % des Allemands sont d'accord avec ce point de vue, 42 % ne sont pas d'accord, et les autres sont neutres.

Beaucoup d'Européens pensent que les actions sont le meilleur investissement à long terme (0,20). En moyenne, ils ne suivent pas la théorie du « momentum » : lorsque le prix des actions d'une entreprise baisse, cela est vu comme une opportunité d'achat (0,40) (cette opinion est la plus courante en France : 62 % des Français sont d'accord), et lorsque le prix augmente beaucoup, les sondés ne pensent pas que cela pourrait constituer une bonne occasion d'achat (-0,19).

LE « PORTEFEUILLE PARFAIT »

Nous avons demandé à nos répondants d'apprécier et de classer quatre classes d'actifs les unes par rapport aux autres, en fonction de dix caractéristiques. Les classes d'actifs sont : (i) les comptes d'épargne bancaires et les certificats de dépôt (CE), (ii) les actions des entreprises cotées en Bourse et les fonds et Sicav action (AC), (iii) les obligations d'État et les fonds et Sicav obligataires (OB), et (iv) la propriété immobilière (PI). Les dix caractéristiques sont : (1) le potentiel de performance à long terme, (2) l'attention et l'effort demandés, (3) le risque global, (4) le niveau de protection contre l'inflation, (5) le degré d'accès immédiat en cas d'imprévu financier, (6) le coût total de gestion de l'investissement, (7) le degré de souci procuré par l'investissement, (8) le traitement fiscal favorable ou défavorable, (9) l'arbitrage global entre risque et profit, et (10) le niveau global de « confort » procuré par l'investissement.

La partie supérieure du tableau n°2 présente quelques résultats sélectionnés. Nous présentons la proportion des investisseurs européens qui ont classé une classe d'actif comme étant la meilleure ou la pire selon cinq des caractéristiques présentées plus haut. Le tableau n°2 présente également les résultats statistiques par pays (ici, les classifications peuvent être différentes de la moyenne européenne). On considère en général que les actions ont le meilleur potentiel de performance à long terme, et les comptes d'épargne le moindre. Toutefois, les investisse-

ments en actions sont vulnérables à l'inflation. Les comptes d'épargne sont préférés en termes de risque et de régime fiscal. La propriété immobilière est considérée comme la meilleure couverture contre l'inflation, et donc préférée en termes d'arbitrage global risque-profit. Il y a aussi des différences remarquables entre les pays. En Grande-Bretagne par exemple, les comptes d'épargne sont considérés meilleurs que la propriété immobilière en termes d'arbitrage risque-profit.

Tableau n°2
Classes d'actifs et choix du portefeuille

Nous étudions quatre classes d'actifs : investissements en comptes d'épargne (CE), sur le marché en actions (AC), en obligations (OB), et en propriété immobilière (PI). Nous présentons (i) le pourcentage de répondants au sondage en Europe qui apprécient une classe particulière d'actifs comme étant la meilleure ou la pire en termes de performance, risque, protection contre l'inflation, régime fiscal, et arbitrage global entre risque et profit. Nous donnons aussi les résultats statistiques par pays. (À noter que, dans ce cas, les classifications peuvent être différentes de la moyenne européenne). Nous présentons aussi (ii) les allocations d'actifs préférées en moyenne, en Europe et dans chaque pays, et (iii) le pourcentage de répondants qui n'investissent rien dans une classe d'actifs particulière.

	Europe	Belgique	Grande- Bretagne	France	Allemagne	Italie	Espagne
% de répondants qui apprécient une classe particulière d'actifs comme la meilleure ou la pire							
Performance à long terme							
AC (meilleure)	41	43	33	53	50	43	24
CE (pire)	9	9	8	9	9	9	8
Risque							
CE (meilleure)	62	69	70	69	67	47	55
AC (pire)	3	1	4	2	4	5	1
Couverture contre l'inflation							
PI (meilleure)	50	51	38	42	64	59	48
AC (pire)	13	17	14	14	10	13	8
Régime fiscal							
CE (meilleure)	52	57	55	75	51	47	24
AC (pire)	10	20	6	5	10	11	12
Arbitrage global risque-profit							
PI (meilleure)	36	26	29	35	29	45	46
CE (pire)	20	21	32	23	17	9	21
Allocation d'actifs préférée							
CE	20	22	22	22	17	16	23
AC	22	23	25	22	24	20	18
OB	22	25	23	17	22	25	19
PI	36	30	30	39	37	39	40
% de répondants qui n'investissent rien dans une classe d'actifs particulière							
SA	10	7	8	7	17	10	11
EQ	12	12	8	11	13	10	17
BO	11	8	11	15	14	4	16
RE	10	11	19	8	10	4	7



Dans le tableau n°2 nous présentons aussi les résultats d'une expérience basée sur la question suivante : « si vous aviez 1 000 000 d'euros à investir maintenant, quel pourcentage investiriez-vous en comptes d'épargne bancaires, en actions, en obligations et en propriété immobilière ? » Nous présentons le « portefeuille parfait » moyen en Europe et dans chaque pays individuellement, ainsi que le pourcentage des individus qui n'investissent rien dans une des classes d'actifs données. En général, le « portefeuille parfait » moyen ainsi obtenu contient respectivement deux cinquièmes de propriété immobilière, et un cinquième d'actions, obligations et comptes d'épargne. En Belgique et en Grande-Bretagne la proportion de propriété immobilière est moindre.

VALEURS, CROYANCES ET CHOIX DU PORTEFEUILLE

Un des apports pratiques de notre recherche sur la finance comportementale réside dans le fait qu'elle fournit des relations statistiques fiables entre les valeurs, les croyances, les stratégies d'investissement et l'allocation des actifs. Les enseignements que nous en tirons ont des implications évidentes pour la conception et le marketing des produits d'investissement. Nous présentons ci-dessous une illustration du profil d'un Européen moyennement fortuné, qui investit une partie plus importante de son portefeuille en actions qu'en produits à revenus fixes (comptes d'épargne, obligations d'État et liquidités). Nous présentons aussi le profil d'un Européen plus typique, qui investit plus en produits à revenus fixes qu'en actions. Comme nous avons précisé, la décision d'allocation du capital concerne la somme hypothétique d'un million euros. L'analyse qui suit est réalisée à partir de 2 258 réponses, dont 356 sont des « investisseurs en actions » et 1 902 des « investisseurs en produits à revenus fixes »⁴.

Comparés aux autres sondés, les « investisseurs en actions » se considèrent plus que les autres comme des leaders et affirment prendre des décisions rapidement. Ils apprécient l'entrepreneuriat et considèrent que l'investissement est amusant. Ils « aiment le risque » et prétendent prendre des risques calculés. Ils pensent également qu'un investissement réussi demande de l'effort. Selon eux, les actions sont le meilleur investissement à long terme, les petites compagnies gagnent des profits sur les actions supérieures aux grosses compagnies, et la technologie moderne a rendu l'investissement plus facile.

Par contre, les « investisseurs en produits à revenus fixes » craignent l'échec et se soucient beaucoup plus de l'avenir que les « investisseurs en actions ». Ils sont plus de l'avis que la « régulation est bénéfique à la société », que « travailler pour le gouvernement est une tâche noble », et que la « sécurité sociale pourvoira un revenu pour leur retraite ». Les « investisseurs en produits à revenu fixe » affirment manquer de



confiance pour la prise de décision ayant trait à l'argent. Pour eux, la volatilité des marchés d'actions est un sujet d'inquiétude et l'investissement a une dimension éthique. Plus que les autres sondés, ces investisseurs pensent que les comptes d'épargne et l'or sont des produits d'investissement attractifs.

Nous avons esquissé ici le portrait psychologique d'un investisseur individuel moyennement fortuné de Europe de l'Ouest. En dehors des États-Unis, peu de choses étaient connues jusqu'à présent sur la manière dont les « encadrements mentaux » sont liés aux stratégies d'investissement et au choix de portefeuille. Comme nous l'avons déjà anticipé, notre étude montre que les configurations des valeurs et croyances, corrélées avec l'identité nationale, permettent de prévoir le choix de portefeuille. La culture joue ainsi un rôle important.

Nos résultats ne sont que préliminaires, comme mentionné plus haut, un rapport technique est en cours de préparation. Il est évident que ces résultats ont des implications bénéfiques pour le marketing et la conception des produits financiers et pour d'autres domaines de l'industrie de la gestion mobilière. Il reste pourtant beaucoup de questions sur le comportement financier. Nous terminons donc avec l'appel habituel pour que des recherches futures soient réalisées.

NOTES

1. Cette théorie admet des variations ou des différences exogènes entre les paramètres des préférences individuelles ; mais ces différences ne sont pas expliquées.
2. 43 % des résidents de la Grande-Bretagne ont visité les États-Unis.
3. De Bondt (2001) réalise une analyse multivariée des données. Dans cette étude, des techniques de réduction des données (comme l'analyse factorielle) sont utilisées afin d'appréhender le lien entre valeurs, croyances et stratégie d'investissement.
4. Nous construisons les profils à partir des affirmations présentées dans le tableau n°1 et de quelques questions supplémentaires. Nous présentons seulement les affirmations pour lesquelles la statistique des tests de différences de moyenne entre les « investisseurs en actions » et les « investisseurs en produits à revenus fixes » est supérieure à 3,0.

BIBLIOGRAPHIE

- Marilyn MACGRUDER BARNEWALL, (1987) « Psychological characteristics of the individual investor », in W.G. Droms (ed.), *Asset Allocation for the Individual Investor*.
- Werner DE BONDT, (1998) « A portrait of the individual investor, » *European Economic Review*.
- Werner DE BONDT, (2001) « Cultural factors in investment decision-making, » *Working Paper*, University of Wisconsin-Madison.
- Werner DE BONDT et Richard THALER, (1995) « Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective », in R.A. Jarrow et al. (eds.), *Handbook of Finance*.
- Charles HAMPDEN-TURNER et Alfons TROMPENNARS, (1993) *The Seven Cultures of Capitalism*.
- Lawrence HARRISON et Samuel HUNTINGTON, (2000) *Culture Matters: How Values Shape Human Progress*.
- Geert HOFSTEDE, (1980) *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*.
- Ronald INGLEHART, (1997) *Modernization and Postmodernization: Cultural, Economic, and Political Change in 43 Societies*.
- Ronald KAISER, (1987) « The dynamics of the investment decision-making process for the individual investor », in W.G. Droms (ed.), *Asset Allocation for the Individual Investor*.
- David LANDES, (1998), *The Wealth and Poverty of Nations*.
- David McCLELLAND, (1961), *The Achieving Society*.
- Donald MACGREGOR, Paul SLOVIC, Michael BERRY et Harold EVENSKY, (1999) « Perceptions of financial risk: A survey study of advisors and planners », *Journal of Financial Planning*.
- Jeff OPDYKE, (2000) « Bumpy market reminds investors to assess their risk tolerance », *Wall Street Journal*, July 14.
- William SALTER, (1983) « Tacit theories of economics », Proceedings of the 5th Annual Conference of the Cognitive Science Society, Rochester, New York.
- Herbert SIMON, (1983), *Reason in Human Affairs*.
- Paul SLOVIC, (1972) « Psychological study of human judgment: Implications for investment decision making », *Journal of Finance*.
- Peter SMITH et Michael HARRIS BOND, (1993), *Social Psychology Across Cultures*.
- Thomas STANLEY, (2000), *The Millionaire Mind*.
- Amos TVERSKY et Daniel KAHNEMAN, (1986) « Rational choice and the framing of decisions, » *Journal of Business*.
- Karl-Erik WARNERYD, (2001) *Stock Market Psychology: How People Value and Trade Stocks*.
- William WARREN, Robert STEVENS et C. William McCONKEY, (1990) « Using demographic and lifestyle analysis to segment individual investors », *Financial Analysts Journal*.
- Max WEBER, (1904), *The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*.

