

## Biais cognitifs et effet momentum

### Résumé :

- Les biais cognitifs génèrent un comportement d'excès de confiance chez certains investisseurs individuels, ce qui contribue à baisser le rendement de leur portefeuille d'actions.
- Ces biais, via les phénomènes d'auto-attribution et d'individualisme, se caractérisent par une hausse des transactions et de la volatilité pour ces investisseurs.
- Dans les pays où le degré d'individualisme est important, ces baisses de rendement sont plus significatives et aux Etats-Unis les performances des portefeuilles des hommes ont alors tendance à être plus mauvaises que celles des femmes.
- Les risques de voir apparaître des effets *momentum* peuvent s'avérer très dangereux dans certains cas et remettre en cause la stabilité financière.



Quel investisseur n'a pas rêvé de battre le marché sur la base de ses propres analyses des cours boursiers ? Il est certes loin d'être impossible de réaliser des plus values de manière continue. Mais au delà des aspects techniques de la finance moderne, pour que se produise un tel évènement un investisseur doit être également capable d'anticiper sur la base d'informations publiques certains mouvements de marché, d'identifier les entreprises qui vont réaliser des performances et de prendre des positions pour se couvrir sans que cela ne réduise son gain potentiel.

La tâche n'est pas aisée et mieux vaut ne pas succomber à l'excès de confiance ou à tout autre comportement hasardeux. De l'auto-attribution, aux effets *momentum*, en passant par les biais individualistes, nombreuses sont les raisons pour démontrer que battre le marché continuellement repose sur une douce illusion.

### **Excès de confiance**

La finance comportementale, un courant assez « jeune » en économie, se penche sur l'analyse des stratégies d'investissements en se basant sur différents aspects, qui peuvent être tant économiques, sociologiques que psychologiques. Le but de ce courant est d'identifier les liens de corrélation entre le comportement des investisseurs, leurs choix stratégiques dans la gestion de leurs portefeuilles d'actions et du rendement de ces portefeuilles.

Une large littérature a mis en évidence l'existence de plusieurs biais cognitifs qui poussent les investisseurs à prendre des décisions non optimales en termes de gestion de portefeuille. Parmi ces biais, l'auto-attribution et l'individualisme sont deux comportements pouvant aboutir à des phénomènes d'excès de confiance.

L'auto-attribution (Zuckerman, 1979, Scheinkman, 2003) consiste à s'attribuer toute forme de succès et nier toute responsabilité en cas d'échecs. Ainsi l'individu va baser ses choix uniquement sur l'information personnelle et sous estimer toutes les autres sources d'informations (ici toutes les informations sont publiques et non privées, auquel cas c'est un délit d'initié, passible d'une peine de prison). L'individualisme peut également contribuer à amplifier l'excès de confiance ; les travaux de Hofstede sur le sujet démontre que dans certaines sociétés avec une forte culture individualiste (Etats-Unis par exemple), les individus ont plus tendance à être optimiste en se focalisant sur leurs propres compétences et ainsi estiment leurs capacités supérieures à la moyenne (Markus et Kitayama ,1991).

### **Hausse du volume des transactions + forte volatilité = rendements en berne**

Les implications de ce genre de comportements sont assez multiples et contribuent généralement à réduire le rendement des portefeuilles des investisseurs en excès de confiance. La surévaluation de ses capacités peut amener un individu à surestimer le gain attendu sur ses investissements, ce qui va l'entraîner dans un second temps à vouloir compenser cette moindre performance par la réalisation de nouvelles transactions. Le volume de transactions de ce type d'investisseurs a tendance à être donc assez élevé. Plus ce volume

est important, plus il s'accompagne de coûts de transaction élevés, sans qu'il y ait une logique de diversification de portefeuille.

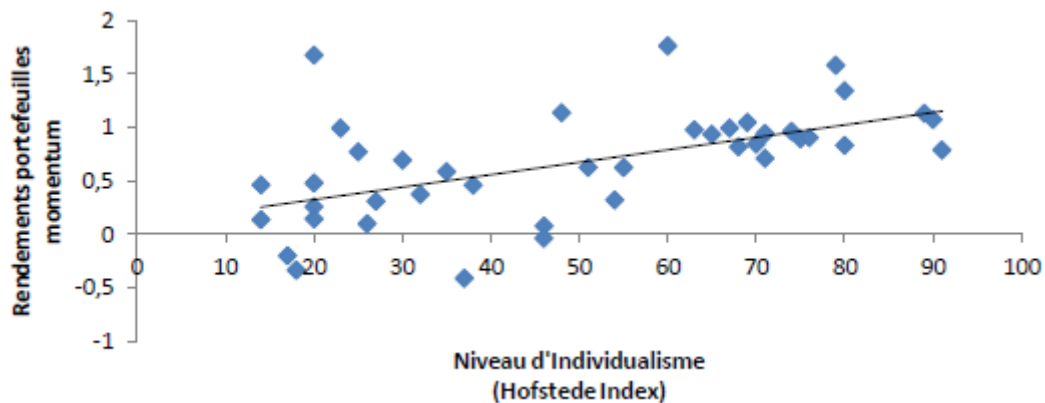
Si un nombre important d'investisseurs (représentant un volume important des transactions totales effectuées) agit de la sorte, le risque est de générer une forte volatilité (essentiellement due aux opérations répétées d'achats et de ventes d'une même catégorie d'actifs) sur le rendement des titres échangés, ce qui est une menace supplémentaire tant pour la transmission de l'information que pour le rendement global des portefeuilles d'actions contenant ces titres.

Plusieurs études (Barber et Odean, 1998 et 2001) montrent qu'aux Etats-Unis les hommes sont plus enclin que les femmes à surestimer leurs capacités, à développer des biais cognitifs et penser battre sans difficultés le marché. Globalement selon ces études, les portefeuilles masculins performant moins que les portefeuilles féminins. Ces résultats sont encore plus exacerbés dans les pays faisant preuve d'un fort degré d'individualisme (Titman et Wei, 2010), avec en tête de classement des pays comme les Etats-Unis, l'Angleterre l'Australie ou le Canada. La France, l'Allemagne ou la Suède sont moins concernés par ce problème mais leur résultat reste assez « moyen » par rapport à des pays comme le Japon, Israël ou encore l'Argentine.

### **Effet *Momentum*, le vrai danger !**

Jusqu'à maintenant, nous nous sommes principalement intéressés aux investisseurs individuels ou isolés, n'ayant pas forcément accès facilement à toute l'information ou qui n'ont pas nécessairement les capacités d'expertises des spécialistes et des opérationnels en salle de marché (même si aucun analyste n'est à l'abri de comportements amenant à un excès de confiance !). Mais pour autant certaines attitudes, provenant même des experts, peuvent menacer les marchés financiers : les effets *momentum*.

L'effet *momentum* se définit comme la tendance des titres ayant enregistré une bonne (respectivement une mauvaise) performance par le passé à enregistrer une bonne (respectivement mauvaise) performance dans le futur. La stratégie *momentum* consiste à acheter les titres qui ont surperformé au cours des 3 à 12 derniers mois et de vendre les titres qui ont sous-performé. Le premier article à avoir fourni une preuve formelle de son existence et de sa rentabilité sur le marché américain date de 1993 avec Titman. Depuis d'autres articles ont révélé que c'était également le cas pour l'Europe (Rouwenhorst, 1999 et Griffin, 2003). Toutefois les stratégies *momentum* ne génèrent du rendement qu'à court terme (moins d'un an).



Sources : Amira Bellar & Victor Lequillerier, MBF, BSi-Economics

Cet effet et la stratégie qui en découle sont intimement liés aux comportements d'excès de confiance, caractérisée par le biais d'auto-attribution ou d'individualisme (Hirschleifer, 1998). Il en résulte donc que l'effet *momentum* peut engager les investisseurs, experts ou non, sur la voie du chartisme, qui consiste à établir une stratégie de gestion de portefeuille avec une vision court-termiste en suivant les hausses et les baisses des cours. La course au rendement (rendement annuel, corrigé du risque des stratégies *momentum*, de 12,83 % sur la période 1965 – 1989 aux Etats-Unis selon Titman) et la hausse des cours prennent le dessus et les choix des investisseurs ne se réfèrent plus nécessairement aux fondamentaux économiques, ou que très marginalement. Ceci est d'autant plus dangereux que l'ensemble des études empiriques sur le sujet démontre que les stratégies *momentum* se retournent dès le moyen terme (des rendements négatifs au delà d'un an) et dégradent progressivement l'espérance de rendement du portefeuille *momentum*.

Ce comportement est d'autant plus dangereux qu'il peut contribuer à la formation de hausses des prix inopinées, autoalimentées, voire dans le pire des cas à la création de bulles sur certains actifs, dans un contexte proche de ce que Minsky nomme « le paradoxe de la tranquillité ». Toutes les hausses des prix ne se transforment pas en bulle (heureusement !), cependant il est très difficile de savoir à partir de quel moment une bulle est en train de se former. Et comme « il vaut mieux avoir tort avec le marché, plutôt que d'avoir raison contre le marché », certaines hausses sont autoalimentées et conviennent à l'ensemble des investisseurs jusqu'au moment où une bulle apparaît, et c'est souvent une fois qu'elle éclate que sa présence est détectée.

## Conclusion

Sans même évoquer les hypothèses d'efficience de marché (qui ne sont vraisemblablement plus vraiment adaptées à la réalité des marchés financiers, même s'il n'y a pas de consensus sur la question) battre continuellement le marché n'est ni rationnel ni concevable. Les biais cognitifs contribuent d'alimenter les croyances mystiques de certains, mais tant qu'ils sont les seuls à payer les conséquences de leurs actes, la stabilité du système financier n'est pas

menacée. Mais l'existence d'effets mimétiques, conduisant aux effets *momentum* peuvent être redoutés et actuellement malheureusement peu de solutions émergent pour observer ou encadrer ce type de risque.

### ***Bibilographie***

- Thomas Renault, « "Boys will be boys" : excès de confiance et irrationalité du sexe masculin en finance », Captain' Economics, <http://www.captaineconomics.fr/actualite-economique/item/343-exces-confiance-irrationalite-homme-investissement>
- Andy C.W CHUI, Sheridan TITMAN et K.C. John WEI “[Individualism and Momentum around the world](#)”, , The Journal of Finance, 2010.
- Jegadeesh, Narasimhan, and Sheridan Titman, “[Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency](#)”, Journal of Finance 48, 65–91, 1993.
- Barber, Odean, “[Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment](#)”, 2001.
- Rouwenhorst, K. Geert, “[International momentum strategies](#)”, Journal of Finance, 1998.
- Griffin, John M., Xiuqing Ji, and J. Spencer Martin, ”[Momentum investing and business cycle risk: Evidence from pole to pole](#)”, Journal of Finance, 2003
- Daniel, Kent, David Hirshleifer, and Avanidhar Subrahmanyam, “[Investor psychology and security market under- and overreactions](#)”, Journal of Finance, 1998.
- Odean, Terrance, “[Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average](#)”, Journal of Finance, 1998.
- Gervais, Simon, and Terrance Odean, “[Learning to be overconfident](#)”, Review of Financial Studies, 2001.
- Scheinkman, Jose, and Wei Xiong, “[Overconfidence and speculative bubbles](#)”, Journal of Political Economy, 2003.