



Impression à partir d'une page du site internet de l'AMF

28 novembre 2017

Une séance du Conseil scientifique de l'AMF sur la détention d'actifs risqués par les ménages

Les travaux de recherche présentés lors de la séance du Conseil scientifique de l'AMF du 10 octobre 2017 s'articulaient autour de la question centrale de la détention d'actions par les investisseurs de détail.

La participation des ménages aux marchés financiers fait l'objet d'une attention particulière de l'AMF dans le cadre de ses actions visant à favoriser le financement de l'économie et de sa mission de protection de l'épargne.

Les travaux de recherche présentés lors de la séance du Conseil scientifique de l'AMF du 10 octobre 2017 ont abordé ce thème sous l'angle de l'influence de l'entourage social des investisseurs individuels sur leur participation aux marchés d'actions, et celui du pouvoir prédictif des questionnaires MIF⁽¹⁾ sur les décisions d'investissement.

À titre liminaire, Luc Arrondel (Paris School of Economics et membre du Conseil scientifique de l'AMF) a rappelé quelques faits stylisés sur la détention d'épargne en actifs risqués et plus spécifiquement en actions (détention directe et indirecte) qui a chuté depuis 10 ans, y compris pour les ménages les plus aisés. Cette tendance n'est pas propre à la France mais est plus largement observée dans les principaux pays de la zone euro. L'enquête Pater, sur laquelle se fonde la première recherche présentée au Conseil scientifique, montre toutefois des évolutions plus favorables depuis 2014 (date de la dernière enquête) avec une amélioration des anticipations de rendement, une plus grande volonté d'investir dans des

actifs risqués et une plus grande confiance dans les intermédiaires financiers. Ces conclusions confirment les résultats des données d'enquêtes menées récemment⁽²⁾.

Des interactions sociales informatives

Luc Arrondel (Paris School of Economics, membre du Conseil scientifique de l'AMF) et l'un de ses co-auteurs, Hector Calvo-Pardo (Université de Southampton) rendent compte de l'influence des réseaux sociaux sur le comportement des ménages en termes d'investissement financier. Les auteurs développent un modèle théorique dans lequel la demande d'actifs risqués dépend de l'information privée dont les investisseurs disposent et de l'information obtenue via leurs relations sociales. Ce modèle prédit que la connexion sociale des individus accroît la demande d'actifs risqués.

Le modèle a été testé sur des données d'enquêtes réalisées par TNS Sofres en décembre 2014 et mai 2015 auprès d'un échantillon représentatif de la population française. Ces données d'enquêtes permettent de caractériser la nature des liens sociaux des répondants (social circle), en spécifiant notamment s'ils engendrent des interactions sur les sujets financiers (financial circle).

Luc Arrondel et Hector Calvo Pardo ont conclu que :

- Les interactions sociales, quand elles permettent aux individus de recueillir des informations sur les marchés financiers (financial circle), ont une influence positive sur le taux de participation aux marchés d'actions et sur l'investissement en actions car elles modifient les anticipations de rendement des individus. Plus l'information recueillie est précise, plus l'effet sera important.
- Elles contribuent en outre à corriger les biais de comportement des investisseurs et leurs erreurs d'anticipations.
- Leur importance est appelée à croître avec le développement des technologies dites « réseaux sociaux ».
- Les interactions sociales peuvent ainsi apparaître comme des relais très efficaces en termes d'éducation/d'information financière pour influencer la détention en actions.
- Les interactions sociales peuvent être considérées comme un bon substitut au conseil, surtout s'il n'est pas de bonne qualité.
- Les interactions sociales ne sont pas exemptes de risque, en particulier celui d'imitation non rationnelle de comportements observés dans le cercle social large (social circle).

À la suite de cette première présentation, le Conseil scientifique a abordé au cours de ses discussions le rôle joué par les facteurs de demande (notamment d'actifs immobiliers) et d'offre (raréfaction des privatisations, rôle de la réglementation prudentielle) dans la baisse de la détention en actions, ainsi que sur l'impact du développement du trading haute fréquence. En revanche, l'influence de la fiscalité, qui a peu varié sur la période d'étude, semble faible. La prise en compte de l'actionnariat salarié dans l'analyse a été évoquée comme une piste d'amélioration possible. Concernant l'impact des réseaux sociaux sur la détention en actions, les débats ont principalement porté sur leur interaction avec les biais de comportement des investisseurs et sur les erreurs d'anticipations.

Questionnaire client, un pouvoir prédictif ?

Marie-Hélène Broihane, (Université de Strasbourg et membre du Conseil scientifique de l'AMF) a présenté les résultats de trois études distinctes utilisant les réponses aux questionnaires-clients MIF, dont deux auxquels elle a directement contribué en tant qu'auteur.

Le premier article (« Stock Market Participation », co-écrit avec Hava Orküt de l'Université de Strasbourg) combine, pour une grande banque commerciale française, les réponses que les clients ont apportées aux questionnaires MIF avec les données de détention effectives provenant des registres de la banque sur près de 70 000 clients de détail sur la période 2007-2015. Il apparaît que les informations déclaratives relatives à la perception du risque et à la tolérance aux pertes récoltées dans les questionnaires sont de bons prédicteurs de la décision d'investir en actions. Outre ces facteurs comportementaux, d'autres paramètres individuels sont inclus dans le modèle: des facteurs socio-démographiques (âge, sexe, localisation géographique, régime matrimonial, catégorie socio-professionnelle) d'une part ; et des informations relatives à la situation financière et patrimoniale (revenus, encours de crédits, détention d'assurances-vie en UC ou de plan d'épargne retraite, durée de présence dans la banque) d'autre part.

Les deux autres articles utilisent les réponses aux questionnaires administrés par une banque d'investissement belge (avec a priori une clientèle substantiellement différente du fait du positionnement sur un segment de marché plus spécialisé). La base de données rassemble des informations et réponses aux questionnaires sur un échantillon de 45 000 investisseurs particuliers sur la période 2008-2012.

Le premier d'entre eux, co-écrit avec A. Bellofatto (Université catholique de Louvain), tente de mesurer l'impact de l'appétit qu'a l'investisseur pour l'information sur son comportement d'investissement. La population d'investisseurs particuliers est ainsi décomposée en deux groupes, selon que, en plus des questionnaires MiFID obligatoires (« appropriateness test »), ils ont accepté ou non de remplir un questionnaire additionnel de « suitability ». Ce second

groupe qui a accepté de remplir le questionnaire additionnel est réputé avoir manifesté un plus grand appétit pour l'information (appetite for information) que le premier. Les données de portefeuille des investisseurs sont par ailleurs reconstituées à partir de la base Eurofidai. Il ressort de l'analyse que les investisseurs ayant répondu au questionnaire facultatif présentent des portefeuilles plus diversifiés, incluant un spectre plus large de produits financiers, et obtiennent de meilleurs rendements que les autres.

Le troisième et dernier article, écrit par Catherine D'Hondt (Université catholique de Louvain) Patrick Roger (Université de Strasbourg), porte sur le pouvoir prédictif du sentiment des investisseurs sur les rendements futurs (« Investor sentiment and stock return predictability »), selon qu'ils mobilisent ou non les services de conseillers ou l'information financière. Paradoxalement, le sentiment des investisseurs moins informés est un prédicteur plus puissant des rendements futur que le sentiment des autres investisseurs.

A la suite de cette seconde présentation, le Conseil scientifique a souligné le caractère novateur et l'importance de la première étude co-écrite par Marie-Hélène Broihanne (« Stock Market Participation »). En effet, les études qui confrontent des caractéristiques auto-déclarées des clients avec leur comportement effectif d'investissement, et qui portent sur le marché européen restent rares. Ce type de recherche est plus développé aux États-Unis, mais la différence structurelle entre les marchés ne permet pas de transposer de façon satisfaisante les résultats des études américaines à l'Europe continentale.

Les discussions du Conseil scientifique ont notamment porté sur les biais engendrés par les questionnaires, au-delà du contenu des questions posées. C'est le cas par exemple lorsque les réponses se font en face-à-face avec le conseiller ou si l'investisseur décide de lui-même de minimiser ses connaissances financières pour bénéficier d'une plus grande protection. La faible taille de l'échantillon dans sa dimension temporelle peut également être source de biais, tout comme l'omission de certaines variables. Plusieurs suggestions ont été avancées afin de corriger certains biais : l'introduction de questions techniques dans les questionnaires pour confronter les déclarations de connaissance financière des clients à la réalité de leur compréhension de la théorie financière, l'introduction d'une distinction entre investissement direct et indirect en actions (les comportements d'investissement pouvant différer significativement selon qu'on parle de titres vifs ou de parts de fonds), ou encore la collecte d'informations sur les actifs immobiliers détenus, dont le rôle au sein du portefeuille est de plus en plus mis en avant par la théorie.

La grande hétérogénéité des questionnaires clients en termes de structure, de contenu et de qualité a été relevée, tout comme les marges d'amélioration possibles et nécessaires pour atteindre l'objectif initial des questionnaires, à savoir la sensibilisation des clients au risque.

En savoir plus

↳ Informative Social Interactions - L. Arrondel et al. - Slides

↳ Informative Social Interactions - L. Arrondel et al.

MiFID Questionnaire Answers: Stock Market Participation, Appetite for

↳ Information and Investor's Sentiment - M.H Broihanne - Slides

Appetite for Information in Mandatory Profiling of Individual Investors - M.H

↳ Broihanne et A. Bellofatto

Investor Sentiment and Stock Return Predictability: The Power of Ignorance - C.

↳ D'Hondt et P. Roger

MiFID Questionnaire Answers and Stock Market Participation - M.H Broihanne et

↳ H. Orkut

Mots clés

RISQUES ET TENDANCES

[1] La Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) a renforcé les obligations de conseil des intermédiaires financiers à l'égard de leurs clients. Depuis 2007, ceux-ci doivent recueillir des informations auprès de leurs clients afin d'évaluer leur profil de risque et pouvoir ainsi leur délivrer des conseils adaptés et leur proposer des produits en adéquation avec leurs besoins.

[2] Étude Kantar TNS 2017 sur « Les Français et la détention d'actions » réalisée pour l'AMF.

SUR LE MÊME THÈME

 S'abonner à nos alertes et flux RSS

ACTUALITÉ

CONSEIL SCIENTIFIQUE

26 avril 2022

Prix AMF « Jeune
chercheur » 2022 -
Appel à candidature



ACTUALITÉ

CONSEIL SCIENTIFIQUE

22 avril 2022

Réunion du Conseil
scientifique de l'AMF –
2 février 2022



ACTUALITÉ

CONSEIL SCIENTIFIQUE

28 février 2022

Réunion du Conseil
Scientifique de l'AMF -
19 octobre 2021



Mentions légales :

Responsable de la publication : Le Directeur de la Direction de la communication de l'AMF. Contact :
Direction de la communication, Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris
Cedex 02