

Jean-François Boulier, professeur associé à l'université Paris Dauphine

L'énigme de la (non) diversification

Pourquoi les épargnants détiennent-ils si peu de lignes en portefeuille ? C'est la question que posait il y a quelques semaines Meir Statman dans un article du *Financial Analysts Journal*. Meir Statman appartient à l'école de Kahneman (récent lauréat du prix Nobel) et de Tversky, qui ont introduit et développé l'économie «comportementale». Ce courant de recherche s'intéresse à ce que les agents économiques font effectivement, afin de comprendre leurs motivations, plutôt que de leur présupposer une rationalité économique stricte.

En matière de gestion de patrimoine, par exemple, les épargnants sont loin de diversifier leurs avoirs, comme la théorie moderne du portefeuille de H. Markowitz conduirait à le faire.

Ainsi, une enquête portant sur 14 millions de particuliers américains révèle qu'au lieu de détenir une centaine de lignes, ils ne possèdent guère que de 1 à 5 actions ; un phénomène qui n'est d'ailleurs pas nouveau, puisqu'il avait déjà été perçu lors d'une autre enquête menée 35 ans auparavant... Pourquoi les épargnants de la nation la plus riche au monde diversifient-ils si peu leurs portefeuilles ?

Faisons un petit détour culinaire. Durant l'époque moins faste de l'immédiat après-guerre, des nutritionnistes américains se posaient la question d'optimiser la dépense alimentaire. Une étude très sérieuse a, ainsi, déterminé le repas le plus économique, en partant de quelque 77 aliments, dont la farine, le steak et la confiture de fraises, et en prenant en compte leurs capacités nutritionnelles et leur prix. Le repas optimal obtenu est composé de farine, de lait concentré, de chou, d'épinards et de pois secs dans des proportions que je tiens à la disposition des lecteurs qui trouveraient le plat appétissant. La diététique n'est, à l'évidence, pas le seul mobile du consommateur. Pourquoi vouloir que les individus aient une attitude plus proche de l'opti-

malité s'agissant de leurs finances ?

Pourtant, l'intérêt de la diversification, en particulier... si l'on revient aux portefeuilles actions, est clairement établi. En diversifiant les portefeuilles, l'incertitude de la performance future diminue. Mesurée par la volatilité, par exemple, l'incertitude est divisée par 2,5 quand le nombre de lignes du portefeuille passe de 1 à 20 ; une réduction qui est d'autant plus forte que la corrélation entre les titres est faible. Cet argument de la diversification s'applique également



D.R.

Les particuliers américains ne possèdent guère que de 1 à 5 actions.

entre classes d'actifs, entre pays ou secteurs économiques. C'est aussi un argument avancé par les gestions alternatives. Alors, si les professionnels sont convaincus, pourquoi les investisseurs persistent-ils dans leurs habitudes ?

M. Statman propose une autre théorie pour interpréter les comportements qu'il observe : la «behavioral portfolio theory» considère que l'épargnant segmente mentalement son portefeuille, en ayant une politique de risque différente pour chaque strate. La strate de «précaution» est placée

dans des titres perçus comme les moins risqués et correspond au désir de parer aux incertitudes de la vie, telle une garantie contre la pauvreté. Quant à la strate supérieure, elle correspond à l'option de devenir riche en misant, comme dans une loterie... sur le bon numéro. C'est donc l'augmentation du risque, plutôt que sa réduction, qui est recherchée. Tout comme les bons numéros choisis par les parieurs sont des dates d'anniversaire de proches, les choix de titres sont influencés par l'apparence de familiarité. Rappelons, ainsi, que le portefeuille médian des salariés américains est composé d'environ un tiers de titres de leur entreprise.

En outre, comme dans bien des domaines de l'industrie des services, les consommations sont très largement induites par l'offre et, plus précisément, par la présentation de l'offre. Une étude a en effet montré que les futurs retraités investissent dans tous les fonds 401 (k) qui leur sont proposés, à parts à peu près égales. Pour peu que sur 5 fonds proposés, 4 soient obligataires, l'allocation résultante ne s'écartera guère de 80 % en obligations. La décision principale, l'allocation d'actifs, se trouve être ainsi la conséquence, et non la cause, du choix de véhicule de placement.

Faut-il, pour autant, n'offrir que ce que la demande spontanée des clients révèle ? Les conseillers financiers doivent-ils reproduire le comportement «naturel» de leurs clients ? La théorie de Statman invite utilement à mieux connaître ses clients et à mieux les comprendre si possible, par exemple grâce à des études empiriques des comportements financiers des individus, en fait des catégories d'individus. Néanmoins, tout comme l'alimentation équilibrée, enseignée par nos mères et nos grand-mères, permet d'éviter les carences et l'embonpoint résultant d'un fast-food de mauvaise qualité, les professionnels de la gestion de portefeuilles doivent rechercher la diversification, au bénéfice de leurs clients, sans doute en leur en faisant mieux goûter l'intérêt ■