REGARDS CROISÉS

ENTRETIEN AVEC

Stéphane HAMAYON
Economiste, Harvest

Luc ARRONDEL
Directeur de recherche au CNRS, Paris School of Economics (PSE)

Une méthode novatrice et pratique pour déterminer les profils de risques

Les choix de portefeuille ont longtemps été expliqués par la théorie « standard » de l'épargnant basée sur la double rationalité des décisions et des anticipations. Or, l'économie comportementale – distinguée à travers l'attribution du Prix Nobel d'économie à Richard Thaler – montre que les choix économiques des individus seraient aussi sujets à des biais, voire à des émotions. Pourtant, les intermédiaires financiers n'en tiennent guère compte lorsqu'il s'agit de déterminer le profil de risques de leurs clients, nécessité à la fois tactique et réglementaire. Les travaux récents de l'économiste Luc Arrondel ont cependant montré qu'une autre approche était possible.

En quoi est-il important pour les banquiers et les assureurs de déterminer le profil de risques de leurs clients ?

S.H. Déterminer le profil de risques d'un client permet de le conseiller de façon plus personnalisée dans sa stratégie patrimoniale et notamment de recommander à bon escient des produits plus risqués, qui sont plus avantageux pour l'établissement comme pour l'investisseur. Mais, dans le cadre des réglementations MIF2 et DDA, c'est aussi une obligation. C'est pour cette raison que les clients sont désormais contraints de remplir des questionnaires ad hoc dont, malheureusement, la pertinence est, en général, très limitée.

> Les professionnels considèrent trop souvent que la structure du patrimoine découle exclusivement du profil de risques.

L.A. Les professionnels considèrent trop souvent que la structure du patrimoine découle directement du profil de risques. Or les choix d'un individu ne sont pas déterminés par sa seule aversion au risque. Pour schématiser, deux autres grands critères entrent en compte : la dimension temporelle (notamment sa préférence pour ses désirs du moment et son horizon de décision) et les anticipations de prix de l'actif risqué. Pour prendre une analogie, on pourrait dire qu'un fanatique d'alpinisme a le goût du risque mais cela ne signifie pas pour autant qu'il se lancera dans n'importe quelle escalade. Si le type d'ascension ne fait pas partie de ses défis prioritaires (préférence temporelle) et/ou si le temps est à l'orage (anticipation), il préférera rester au chaud et attendre une meilleure opportunité.

Vous disiez que l'efficacité des questionnaires de risque était limitée. Qu'entendez-vous par là ?

S.H. Ces questionnaires cumulent plusieurs défauts. Le premier est qu'ils portent d'emblée sur des choix financiers, ce qui est quelque peu « tautologique » et ne permet pas d'inférer l'aversion au risque qui est un des déterminants de la demande d'actifs. Par ailleurs, ces questionnaires sont souvent trop succincts, trop techniques et trop déconnectés de la réalité pour susciter des réponses véritablement éclairantes. Cela résulte en partie du fait qu'ils reposent souvent exclusivement sur la théorie « standard » de l'épargnant, dont certaines impasses ont été mises en lumière par la finance comportementale.

L.A. Dans ce modèle, dit de l'utilité espérée, on considère que les agents ont, face au risque, une attitude rationnelle, où ne sont mis en balance que le gain potentiel et la probabilité de l'obtenir. Selon qu'une personne préfèrera ou non empocher à coup sûr un euro plutôt qu'avoir une chance sur deux d'en gagner deux – propositions mathématiquement équivalentes –, on la considérera réticente ou, au contraire, encline au risque. Ce simple test devrait donc permettre de quantifier l'aversion au risque et de rendre compte, par exemple, de la demande pour un type d'actifs risqués donné comme les actions. Or ce n'est pas du tout ce que l'on observe. En réalité, le choix dépend d'innombrables facteurs, à commencer par la façon même dont est formulée la proposition (on parle de biais « d'ancrage »). Le sexe, l'âge, le niveau de ressources, la persuasion du conseiller, l'actualité du jour, tout cela entre en considération au moment de faire un choix financier plus ou moins risqué. C'est à ce niveau que peuvent être utiles les travaux de l'économie comportementale, dont deux des pionniers ont été récompensés par le Prix Nobel, Daniel Kahneman en 2002 et Richard Thaler en 2017.

Comment, avec tant de paramètres, peut-on parvenir à déterminer pratiquement un profil de risques ?

L.A. Nous avons essayé avec André Masson de définir ce qu'on appelle en statistique une « proxy », c'est-à-dire une information corrélée à celle que l'on recherche mais beaucoup plus accessible que cette dernière. Pour cela, nous avons élaboré un questionnaire qui confronte le sondé à des choix plus ou moins risqués dans diverses situations de la vie quotidienne. Emporte-t-il un parapluie quand le temps se gâte ? Prend-il une marge de sécurité lorsqu'il ne connaît pas son itinéraire ? En interrogeant un panel représentatif de la population, nous avons pu montrer que cette mesure des préférences, notamment vis-à-vis du risque, expliquait bien les choix patrimoniaux des Français. Mieux, nous avons répété quatre fois cette étude entre 2007 et 2014, et les résultats se sont montrés d'une grande stabilité malgré la crise survenue entretemps. Nous pensons donc avoir bâti avec ce questionnaire un modèle de scoring qui ne permet pas de quantifier directement l'aversion au risque mais de catégoriser les individus de façon claire, pertinente et robuste. En outre, cette méthode s'avère plus satisfaisante que les mesures plus classiques (loteries, échelle…) directement issues des modèles.

> Les questionnaires de risque se fondent sur les paramètres d'un modèle standard remis en cause par les travaux récents des économistes.

> Définir le profil de risques n'est plus une contrainte réglementaire mais devient une excellente opportunité de connaissance, de qualification et d'engagement du client.

S.H. On peut transposer la méthodologie conçue par Luc Arrondel et André Masson en élaborant un questionnaire restreint d'une vingtaine de questions sélectionnées parmi celles qui ont le plus fort pouvoir explicatif. Il en résulte un questionnaire tout à fait exploitable opérationnellement. Certes, les établissements préfèrent des formats plus courts car, après avoir soumis leurs clients à un fastidieux questionnaire d'expérience et de connaissances financières, ils rechignent à leur infliger un pensum supplémentaire. Mais ces questions très concrètes, en prise avec la vie quotidienne, sont beaucoup plus rapidement et agréablement renseignées que les habituels QCM sur des choix financiers. Et le résultat est à la fois plus pertinent et plus riche pour l'établissement. Avec une telle approche, définir le profil de risques n'est plus une contrainte réglementaire mais devient une excellente opportunité de connaissance, de qualification et d'engagement du client.

PORTRAIT DE LUC ARRONDEL

Luc Arrondel est directeur de recherche au Centre National de Recherche Scientifique (CNRS), chercheur à l'école d'économie de Paris (PSE). Il est également professeur associé à la Paris School of Economics. Économiste, ses recherches portent sur les aspects théoriques et empiriques des comportements d'épargne. Ses travaux concernent plus précisément l'accumulation, la composition et la transmission du patrimoine des ménages, mais aussi la mesure des préférences et des anticipations des épargnants. Expert auprès de l'Insee pour la conception et l'exploitation des enquêtes « Patrimoine » depuis leur origine, il réalise en parallèle depuis une quinzaine d'années (avec André Masson), les enquêtes Pat€r (PATrimoine et Préférences face au TEmps et au Risque).