

INVESTISSEMENT

Le questionnaire de risque ne doit pas être un examen pour potache

» Au début de cette année, l'AMF et l'ACP ont chacune publié une note visant à encadrer le questionnaire censé déterminer le niveau d'aversion au risque des épargnants

» La décision d'en exclure certaines mesures qualitatives le prive d'outils précieux pour expliquer les choix patrimoniaux de ces derniers

Ce début d'année, deux autorités, l'une chargée des marchés financiers (AMF) et l'autre du contrôle prudentiel (ACP), ont commis chacune une note destinée à définir le cadre et les règles concernant « *Le recueil d'informations relatives à la connaissance du client* » (position AMF n°2013-02, recommandation ACP 2013-R-01 du 8 janvier 2013), qu'il s'agisse d'un riche actionnaire ou de l'épargnant ordinaire. Ces directives sont basées sur les conclusions d'un rapport publié par André de Palma et Nathalie Picard (*Evaluation des questionnaires MIF en France*), économistes à l'École Polytechnique mais également respectivement directeur scientifique et directrice de la Recherche et Développement de *RiskDesign*, société qui fournit des outils pour le conseil patrimonial. Les principales conclusions de ce rapport sont résumées dans un article de *L'Agefi Actifs* (n°556, p. 22-23), notamment celles concernant le questionnaire de risque. Les citations qui suivent sont tirées de ce texte.

Outre le recueil d'informations sur les caractéristiques habituelles des investisseurs (âge, revenu, catégorie sociale, diplôme, niveau de patrimoine...), ce questionnaire de risque a pour objectifs d'une part d'évaluer le niveau d'information

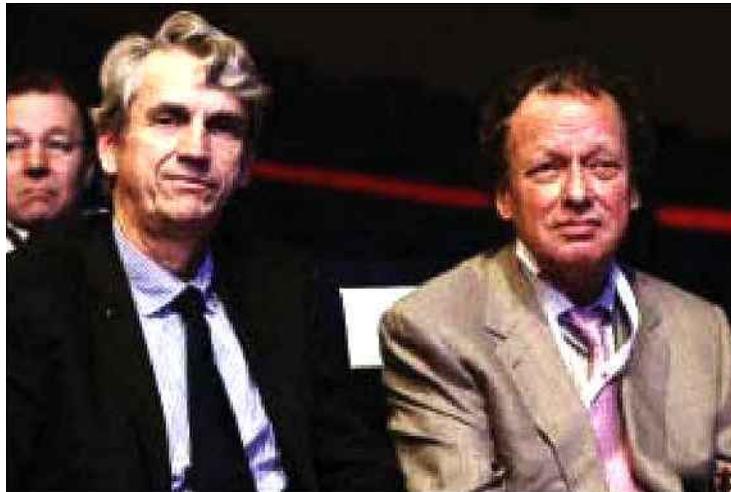
financière des épargnants, d'autre part de mesurer leur attitude vis-à-vis du risque, notamment leur aversion au risque. Pour quantifier ces préférences face au risque, les principales recommandations sont les suivantes :

- Point 1 : Ne poser que des questions dans « le contexte strict des investissements financiers ».

- Point 2 : Poser des « questions quantitatives impliquant des choix entre différents produits financiers hypothétiques », les loteries concernant les choix professionnels sont à exclure, l'investisseur étant supposé se comporter différemment dans ses décisions salariales et dans ses choix de portefeuille.

- Point 3 : Multiplier les questions similaires pour « corriger au mieux les erreurs dans les réponses ».

- Point 4 : Supprimer les « questions hors contexte (sur la pratique des sports extrêmes ou le stationnement illégal par exemple) » qui n'apportent « aucune information fiable », « alourdissent inutilement le questionnaire » et tendent à les « décrédibiliser » en les assimilant à des « questionnaires d'hebdomadaire à sensation



LUC ARRONDEL ET ANDRÉ MASSON,
directeurs de recherche au CNRS-Paris School of Economics

qui ne s'appuie sur aucun fondement scientifique rigoureux » (1).

- Point 5 : Identifier l'aversion au risque et l'aversion aux pertes.

- Point 6 : Pendre en compte la dimension horizon et les effets de la conjoncture sur la prise de risque.

Ces recommandations sont censées s'appuyer sur les « enseignements de la finance comportementale et de l'économie expérimentale », mais rejettent d'emblée les mesures alternatives (loteries dans le domaine professionnel, échelle de *Likert*, questionnaire psychométrique...) bénéficiant pourtant d'une littérature scientifique abondante. Les mesures proposées, basées exclusivement sur des choix financiers virtuels (hypothétiques) inspirés de l'économie expérimentale (expériences *in vitro*), ont cependant des limites importantes.

Des mesures expérimentales « bruitées ». Ces mesures font l'objet de beaucoup de « bruits » et de biais dans les réponses se traduisant notamment par une forte variabilité d'une enquête à l'autre. La méthode proposée de multiplier les questionnements pour améliorer les mesures (Point 3) est une première solution mais l'idéal pour corriger les mesures de risque est de procéder à un « test-retest » qui consiste à

poser plusieurs fois les mêmes questions aux individus après un certain laps de temps (données longues en panel). On peut montrer alors que les mesures des préférences après correction des biais sont beaucoup plus satisfaisantes et ont un pouvoir explicatif bien meilleur des choix patrimoniaux (2).

Une méthodologie qui se mord la queue. Pour mesurer les préférences vis-à-vis du risque, le recours à des questions dans le « contexte strict des investissements financiers » (Point 1), c'est-à-dire à partir de choix hypothétiques entre un placement sans risque et un actif risqué de caractéristiques données, soulève une difficulté statistique majeure. Ces questions souffrent en effet d'un biais « d'endogénéité » lorsqu'elles sont utilisées pour expliquer les comportements patrimoniaux et par là même justifier le conseil financier : le sens de la causalité entre préférences mesurées et comportements observés est ambigu.

Plus précisément, comme dans un examen pour potaches, les ressources présentes – le rendement et le risque anticipés des actifs – sont supposées connues, si bien que l'estimation des préférences est assimilée à un comportement risqué dans un contexte particulier. Tout revient finalement à vouloir expliquer les comportements financiers réels par des comportements financiers virtuels, ce qui pose un problème évident de circularité où préférences et comportements sont plus ou moins confondus et indissociables.

De la théorie à la pratique : un passage difficile. Si l'on veut ainsi expliquer, au nom d'un simple critère de cohérence interne, des comportements financiers réels *in vivo* par des choix hypothétiques d'investissement similaires *in vitro* (Point 2), pourquoi alors ne pas proposer directement, en laboratoire, de vrais produits financiers aux individus plutôt que des placements virtuels ?

Le passage *in vitro-in vivo* n'est cependant, comme en médecine, pas aussi mécanique (3). Dans les choix financiers hypothétiques, la distribution des rendements des actifs est connue et la même pour tous les investisseurs. Il est évident que la réalité est loin d'être aussi simple : les investisseurs

agissent dans des environnements non seulement risqués, mais incertains (au sens de Knight), dans lesquels ils n'ont pas toute l'information voulue et doivent former eux-mêmes leurs anticipations sur l'avenir, qu'il soit financier, professionnel ou autre.

En outre, d'autres paramètres de préférence doivent alors, au même titre que l'aversion au risque ou à la perte, être pris en compte pour expliquer les comportements, telle « l'aversion à l'ambiguïté » par exemple, qui veut que les investisseurs aient une réticence à choisir des placements sur lesquels ils ne disposent que d'une information partielle (les actions étrangères en particulier).

Des modèles de comportements incapables d'expliquer certains faits empiriques. La référence au modèle Kahneman et Tversky combinant l'aversion au risque et l'aversion à la perte (Point 5) pour expliquer les choix patrimoniaux est une idée intéressante mais insuffisante. En effet, ce modèle n'est pas capable d'expliquer pourquoi seulement 15 % des épargnants français possèdent des actions ou encore de rendre compte de la faible diffusion de la rente viagère dans notre pays. Sur les marchés boursiers, cette « énigme de la prime de risque », comme on la qualifie dans la littérature académique, est d'autant plus gênante pour la théorie qu'elle s'applique aussi aux comportements de certains investisseurs plus pécunieux et plus avertis des choses financières que l'homme de la rue.

La littérature économique montre en fait que bien d'autres paramètres de préférence, telle l'aversion à l'ambiguïté, interviennent dans les choix en environnement incertain – sans que l'on puisse encore expliquer le faible pourcentage d'actionnaires. Cet état de fait signifie en tout cas qu'un questionnaire qui viserait à « collecter l'information nécessaire pour effectuer une évaluation quantitative, fiable et multidimensionnelle [complète ?] des préférences des investisseurs » est un vœu pieux et voué à l'échec dès que l'on considère les choix patrimoniaux de l'ensemble des épargnants français.

Un questionnaire pour investisseurs rationnels avertis. Dans un rapport de synthèse, James Heckman (prix Nobel 2000) et ses co-auteurs mettent en avant la conclusion importante que « sur des échantillons représentatifs, les préférences mieux évaluées à partir de questions ne nécessitant pas un niveau élevé de numération » (p. 1003) (4). Ainsi, les individus plus diplômés et plus lettrés financièrement répondent plus souvent aux loteries financières (Point 2) et apparaissent comme plus tolérants au risque sans qu'on sache s'il s'agit vraiment d'une préférence ou d'une meilleure compréhension de la question. Se pose alors l'évaluation de l'éducation financière des Français.

L'AMF a publié à l'automne 2011 une étude réalisée par le Credoc sur la culture financière en France. Repris abondamment par les médias, cette étude, fondée sur des quizz

comprenant des calculs de pourcentage, d'intérêts, d'intérêts composés, de prise en compte de l'inflation, concluait à l'insuffisance de la culture financière des Français : nous serions « nuls en finance » (*Le Parisien*, 9 novembre 2011). Des études similaires réalisées par TNS-Sofres pour le compte de la Banque de France (« *Les Français et l'économie* », *Bulletin de la BdF*, n°190, 2012) vont dans le même sens : l'élève France, n'obtenant que 8,3/20 à l'épreuve de culture économique (*Le Figaro*, 8 novembre 2010), « pourrait mieux faire ».

La volonté de mesurer les préférences des épargnants à partir de choix strictement financiers alors qu'un individu sur deux se trompe sur les calculs d'intérêts n'est-elle pas en partie illusoire ou réservée à un public particulier ?

La préférence temporelle ignorée. Une autre recommandation importante quant aux questionnaires est que « pour être fiables, ces évaluations doivent nécessairement s'effectuer dans le cadre d'investissement caractérisé par un objectif de placement et un horizon spécifique » (Point 6). L'horizon décisionnel est en effet une dimension fondamentale pour expliquer le comportement de l'épargnant. Cet horizon ne se réduit pas à une question de périodes mais dépend de sa préférence temporelle pour le présent ou de son « taux de dépréciation du futur ».

Pourtant, la position de l'AMF et la recommandation de l'ACP passent complètement sous silence le rôle de cette mesure de la préférence pour le présent, qui diminue d'autant l'horizon décisionnel de l'individu.

Cette lacune est d'autant plus dommageable en matière de conseil patrimonial que le croisement des attitudes vis-à-vis du risque et de la préférence temporelle permet de définir des catégories plus fines d'épargnants : les « Bons pères de famille », par exemple, se caractérisent par une forte aversion au risque et une faible préférence pour le présent (vue à long terme), alors qu'inversement les « Têtes brûlées » sont tolérants au risque et privilégient le court terme. Les choix patrimoniaux que l'on observe pour ces deux types d'épargnants s'avèrent fort différents et correspondent aux prédictions théoriques (5).

Des mesures psychométriques utiles pour le conseil patrimonial. De notre point de vue, et pour les raisons exposées ci-dessus, un questionnaire de risque ne doit pas se résumer à un exercice de calcul pour potache. Si une méthodologie de mesure basée sur des choix financiers peut néanmoins être utile pour connaître le client, notamment les clients avertis, elle ne doit être qu'une stratégie parmi d'autres pour collecter de l'information, et surtout pas la seule. On ne peut assimiler les questionnaires psychométriques ou qualitatifs à des questionnaires d'hebdomadaire à sensation (Point 4).

En effet, les scores de préférence synthétiques et ordinaux que nous avons construits à partir de nombreuses questions plus qualitatives s'avèrent posséder de meilleures propriétés statistiques que les autres mesures,

Une méthodologie
de mesure basée sur
des choix financiers
ne doit être
qu'une stratégie
parmi d'autres
pour collecter
de l'information,
et surtout pas
la seule

renseignement davantage sur les épargnants et sont de meilleurs prédicteurs des choix patrimoniaux (6). La méthodologie utilisée aboutit finalement à dégager un nombre réduit de scores, relatifs à l'attitude générale vis-à-vis du risque, la préférence temporelle pour le présent et l'impatience à court terme, qui répondent par ailleurs à plusieurs des critiques formulées plus haut.

Ces mesures, résultats de l'agrégation des réponses à de nombreuses questions, sont, par construction, moins bruitées que les autres mesures puisque les erreurs des réponses ont tendance à se compenser globalement. S'il est vrai que le contexte dans lequel sont posées les questions influence les réponses des individus (le domaine financier ou professionnel par exemple, Point 2), il est alors préférable de multiplier les domaines (famille, consommation, retraite, travail, placements financiers, santé, sports et loisirs). D'autre part, la difficulté de répondre à des loteries pour nombre d'épargnants pousse au choix de questions plus qualitatives et concrètes, de la vie de tous les jours.

Certes, prise isolément, aucune question utilisée pour mesurer les préférences à l'égard du risque et leurs effets sur le patrimoine ne semble vraiment convenir car on ne sait à quel domaine de la vie elle devrait se rapporter, ni quelle forme générale elle devrait prendre. Mais l'agrégation d'un nombre important de questions diverses quant à leur domaine ou leur contenu conduit à des indicateurs fiables. En particulier, les effets sur le patrimoine ne sont plus entachés de biais d'endogénéité ou de circularité car la plupart des questions qui composent les scores n'ont rien à voir avec les choix financiers – notamment les questions hors contexte comme la pratique de sports extrêmes ou le stationnement illégal (7).

Enfin, une bonne méthode de mesure se doit d'être répliquée au cours du temps (si possible sur les mêmes individus) pour montrer sa robustesse, tant au niveau de ses propriétés que de ses applications. A cette épreuve, les scores montrent encore leurs bonnes dispositions sur cinq enquêtes françaises (8) : mêmes propriétés statistiques, contenu similaire, forte corrélation temporelle entre les enquêtes, mêmes corrélations entre les préférences à l'égard du risque et du temps, effets comparables sur les comportements patrimoniaux, etc.

Les anticipations : un chaînon manquant des questionnaires de risque. La théorie économique montre que les choix de portefeuille, notamment la demande d'actifs risqués, dépendent de l'interaction entre trois composantes : les ressources à allouer, la tolérance au risque et les anticipations de rendement et de risque des actifs. Si la mesure des deux premières composantes apparaît presque naturellement dans le questionnaire de risque proposé, il y a en revanche peu de choses sur la mesure des anticipations et les croyances à l'égard du futur, qui permettent seules de dégager les préférences des effets de la conjoncture (Point 6). C'est pourtant un domaine en plein développement en finance des ménages, à la suite des travaux pionniers de l'économiste américain Charles Manski.

Ceci est particulièrement vrai pour la compréhension des comportements des épargnants pendant la crise économique et financière actuelle, caractérisée par une prudence accrue et une moindre prise de risque en matière financière. Pour expliquer ces comportements de précaution se traduisant à la fois par un

surplus d'épargne et une baisse des placements risqués, une antienne à la mode consiste alors à affirmer que pendant ces temps de crise, les épargnants, affectés psychologiquement, auraient changé leurs préférences et seraient en particulier devenus plus averses au risque. Nos enquêtes de suivi des épargnants pendant la « Grande Récession » montrent que les préférences sont restées globalement stables. C'est la vision du monde des épargnants qui a profondément changé, notamment leurs anticipations : la crise les a rendus beaucoup plus pessimistes quant aux espérances de rendements boursiers en particulier (9). Bref, la conjoncture influence fortement les anticipations, très peu les préférences des épargnants si tant est qu'elles soient mesurées correctement.

Dans cette note, nous avons voulu montrer que la psychologie des épargnants ne peut être mesurée uniquement à partir d'exercices de calcul. Un questionnaire de risque se doit d'être plus éclectique. En exclure d'emblée les mesures plus qualitatives de peur qu'il soit assimilé à un questionnaire à sensation remplis de questions anecdotiques conduit à se priver des apports de mesures psychométriques dont l'analyse statistique montre à la fois la plus grande fiabilité et la pertinence plus élevée pour expliquer les choix patrimoniaux des épargnants. **e**

- (1) Cette préconisation semble réjouir *Le Particulier* de mars 2013 (p. 14) qui écrit : « *Exit, donc, les questions saugrenues posées aux clients sur leur pratique ou non de sports extrêmes pour apprécier leur goût pour les risques financiers* » (c'est nous qui soulignons).
- (2) Kimball M., Sahn C. et Shapiro M. (2009), « *Risk Preferences in the PSID : Individual Imputations et Family Covariation* », *American Economic Review Papers et Proceedings*, 99 (2), p. 363-368.
- (3) Sans parler du fait qu'un des arguments fondamentaux de l'économie expérimentale pour valider ces mesures réside dans le caractère incitatif de ses expériences : les « expérimentés », le plus souvent des étudiants en économie, reçoivent une prime pour participer à l'expérience et sont supposés jouer dans les « conditions du direct », c'est-à-dire toucher les gains ou subir les pertes du jeu.
- (4) Borghans, L. Duckworth, A. L.; Heckman, J. J. et ter Weel, B. (2008). « *The Economics and Psychology of Personality Traits* », *Journal of Human Resources*, 43(4) : 972-1059.
- (5) Voir Arrondel L., A. Masson et D. Verger (2005), « *Préférences face au risque et à l'avenir : types d'épargnants* », *Revue Economique*, n°56 (2), 393-416.
- (6) Arrondel L. et Masson A. (2013), « *Mesurer les préférences des épargnants : comment et pourquoi ?* », Working paper PSE.
- (7) Prise isolément, la question concernant le stationnement illégal n'explique pas, à l'évidence, les choix financiers. Mais l'important est qu'empiriquement les comportements patrimoniaux dépendent statistiquement et de manière significative de nos indicateurs agrégés. Dit autrement, les scores sont par construction une collection d'instruments idéaux pour l'économètre, fortement corrélés avec les préférences mais indépendants des choix patrimoniaux.
- (8) Il s'agit des enquêtes *PATÉR* (pour *PAT*rimoine et *Préférences vis-à-vis du T*emps et du *R*isque) effectuées en mai 2007 (avant la crise), juin 2009 et novembre 2011, auprès de plus 3600 ménages représentatifs de la population française, avec une importante dimension de panel (voir Arrondel et Masson, 2013, *op. cit.*).
- (9) Arrondel L. et Masson A. (2011), *L'épargnant dans un monde en crise : ce qui a changé*, Cepremap, 23, *Éditions* de la rue d'Ulm, Paris.