

L'ÉPARGNANT DANS UN MONDE EN CRISE

Ce qui a changé

collection du

C E P R E M A P

CENTRE POUR LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET SES APPLICATIONS

L'ÉPARGNANT DANS UN MONDE EN CRISE

Ce qui a changé

LUC ARRONDEL ET ANDRÉ MASSON

ÉDITIONS NSRU ÉD' ULM

© Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure, 2011
45, rue d'Ulm – 75230 Paris cedex 05
www.pressens.fr
ISBN 978-2-7288-0467-2
ISSN 1951-7637

Le Cepremap est, depuis le 1^{er} janvier 2005, le Centre Pour la Recherche Economique et ses Applications. Il est placé sous la tutelle du ministère de la Recherche. La mission prévue dans ses statuts est d'assurer *une interface entre le monde académique et les décideurs publics et privés.*

Ses priorités sont définies en collaboration avec ses partenaires institutionnels : la Banque de France, le CNRS, le Centre d'analyse stratégique, la direction générale du Trésor et de la Politique économique, l'École normale supérieure, l'Insee, l'Agence française du développement, le Conseil d'analyse économique, le ministère chargé du Travail (Dares), le ministère chargé de l'Équipement (Drast), le ministère chargé de la Santé (Drees) et la direction de la recherche du ministère de la Recherche.

Les activités du Cepremap sont réparties en *cinq programmes scientifiques* coordonnés par sa direction : Politique macroéconomique en économie ouverte ; Travail et emploi ; Économie publique et redistribution ; Marchés, firmes et politique de la concurrence ; Commerce international et développement.

Chaque programme est animé par un comité de pilotage constitué de trois chercheurs reconnus. Participent à ces programmes une centaine de chercheurs, cooptés par les animateurs des programmes de recherche, notamment au sein de l'École d'économie de Paris.

La coordination de l'ensemble des programmes est assurée par *Philippe Askenazy*. Les priorités des programmes sont définies pour deux ans.

L'affichage sur Internet des documents de travail réalisés par les chercheurs dans le cadre de leur collaboration au sein du Cepremap tout comme cette série d'opuscules visent à rendre accessible à tous une question de politique économique.

Daniel COHEN
Directeur du Cepremap

Sommaire

1. La crise, le risque et les réactions de l'épargnant : quelle grille d'interprétation ?	13
<i>Des bulles immobilières qui se dégonflent et des bourses qui s'écroulent</i>	15
<i>Une récession générale et un chômage souvent en forte hausse</i>	16
<i>Réactions de l'épargnant : entre calcul et émotions (plan de l'étude)</i>	17
2. Épargne et patrimoine : de fortes disparités entre pays et entre compatriotes.	20
<i>Richesse et nations</i>	20
<i>Des effets richesse qui pèsent différemment sur la consommation et la croissance des pays</i>	25
<i>Qui possède quoi ?</i>	26
3. Comment la théorie économique explique-t-elle les comportements de l'épargnant ?	30
<i>Séparer les préférences vis-à-vis du risque et du temps des perceptions du monde présent et à venir</i>	30
<i>Vers des modèles de choix plus réalistes mais plus complexes</i> .	32
<i>Le débat relatif à la rationalité des choix patrimoniaux</i>	34
<i>La crise : un test grandeur nature de la rationalité de l'épargnant</i>	37

4. Comment mesurer les anticipations et les préférences des épargnants français ?	39
<i>Les données françaises du panel Pater</i>	39
<i>Les anticipations de prix et de revenus en mai 2007 et juin 2009 ..</i>	40
<i>Les mesures usuelles des préférences à l'égard du risque et du temps</i>	42
<i>Mesurer autrement les préférences : l'élaboration de « scores » synthétiques et ordinaux</i>	45
<i>Que nous apprennent les mesures des préférences des épargnants ?</i>	48
<i>Leçons provisoires pour la politique économique</i>	51
5. Le ressenti de la crise : l'Allemagne aux antipodes des États-Unis ?	53
<i>Des ménages allemands en majorité peu touchés par la crise ?</i>	59
<i>Les multiples segments de la population américaine affectés par la crise : propriétaires, actionnaires, chômeurs, (futurs) retraités</i>	62
6. France : une situation intermédiaire entre l'Allemagne et les États-Unis	66
<i>Les ménages français prennent moins de risque dans leurs choix financiers</i>	66
<i>Les Français ont-ils simplement adapté leurs comportements au nouvel environnement économique ou ont-ils également changé de préférences ?</i>	72

7. Les effets de la crise sur les préférences de l'épargnant en France (et ailleurs)	75
<i>Fragments d'expériences étrangères : Royaume-Uni et Allemagne</i>	<i>75</i>
<i>France : les mesures usuelles conduent à une moindre tolérance au risque</i>	<i>77</i>
<i>Scores : l'invariance statistique des préférences à l'égard du risque et du long terme</i>	<i>81</i>
<i>Impact de la crise sur les comportements, les préférences et les anticipations des épargnants : bilan de l'expérience française. .</i>	<i>85</i>
Conclusions	88
<i>Des anticipations volatiles qui expliquent une moindre prise de risque</i>	<i>88</i>
<i>Des préférences stables en France et ailleurs</i>	<i>89</i>
<i>Qu'est-ce qui détermine les préférences d'un individu à l'autre ?</i>	<i>92</i>
Annexe	95
<i>La supériorité des scores sur les autres mesures de préférence .</i>	<i>95</i>
Bibliographie	107

Remerciements

Cette étude sur les comportements des épargnants pendant la crise n'aurait pas été possible sans la réalisation d'une enquête (Pater, 2009) financée principalement par une dotation spéciale du Cepremap, ainsi que par des aides complémentaires de l'Institut CDC pour la recherche, de la Fondation du risque (chaire Groupama « Les particuliers face au risque ») et de l'Institut europlace de finance. Nous remercions plus particulièrement Ph. Askenazy, D. Cohen, E. Jouini et I. Laudier de la confiance qu'ils nous ont accordée lors de la réalisation de ce projet.

Les premiers résultats de cette enquête ont été présentés au séminaire scientifique de la branche retraite à Bordeaux (mars 2010), au séminaire « Économie et psychologie » de PSE (mai 2010), à la Save Conference « To save or not to save : old-age provision in times of crisis » à Deidesheim (juin 2010), à la conférence de la Banque de France « Structural analysis in times of crisis » (novembre 2010) et au huitième forum scientifique de l'Institut europlace de finance (décembre 2010). Nous tenons à remercier les participants à ces différents événements et spécialement Ph. Andrade, C. Senik et G. Hollard pour leurs commentaires avisés.

Cet ouvrage a bénéficié des lectures successives et des commentaires stimulants de Ph. Askenazy et de D. Cohen. Le texte final leur doit beaucoup. G. Demange nous a fait bénéficier également de ses remarques. Enfin, nous tenons à remercier V. Noiville de TNS-Sofres qui assure avec brio le suivi et la réalisation des enquêtes Pater depuis leurs débuts.

EN BREF

Comment l'épargnant s'est-il comporté pendant la crise ? Cette question, qui intéresse de nombreux acteurs économiques, soulève une série d'interrogations : comment les Français, par exemple, ont-ils géré leur portefeuille financier face aux aléas boursiers caractérisés par une chute du CAC40 de 40 % et des cotations très erratiques en 2008 : ont-ils vendu leurs titres ou en ont-ils acheté ? Comment ont-ils modifié leurs décisions immobilières suite au durcissement des conditions de crédit et aux perspectives plus aléatoires du prix des logements ? Confrontés à des perspectives économiques alarmistes en matière de pouvoir d'achat ou de prix des actifs patrimoniaux, ont-ils révisé leurs stratégies de consommation à la baisse ?

Un résultat ressort clairement de notre étude : les ménages français, face à la crise, ont adopté en moyenne un comportement plus « prudent », désirant épargner davantage dans des placements plus sûrs et à plus long terme, et limiter parallèlement leurs investissements risqués. Ce constat rejoint celui des enquêtes « Patrimoine » de l'Insee entre 2004 et 2010 : le taux de détention globale des valeurs mobilières a baissé de cinq points (de 24,2 % à 19,3 %), alors que le taux de diffusion des assurances-vie et de l'épargne retraite a, lui, augmenté dans des proportions comparables (de 43,8 % à 48,3 %).

La question au cœur de notre contribution concerne les origines de ce changement de comportement. Les Français se sont-ils simplement adaptés au nouvel environnement économique et aux changements perçus dans leur situation personnelle : baisse anticipée des ressources ou des rendements d'actifs, exposition au risque plus élevée, etc. ? Ou bien la crise a-t-elle modifié la « psyché » même des individus, à savoir ici les préférences de l'épargnant en matière de risque, vis-à-vis du futur ou de ses enfants : manifeste-t-il une moindre propension à prendre des risques, une

plus grande « aversion au risque » qu'hier ? En terme d'horizon décisionnel, est-il moins obnubilé par les échéances de court terme et plus soucieux de son avenir ? La solidarité familiale et sa motivation à transmettre des biens à ses enfants ont-elles été également affectées ? Bref, les préférences de l'épargnant sont-elles soumises aux aléas de la conjoncture économique et financière ?

Notre étude répond par la négative à cette dernière question, concluant à la stabilité d'ensemble des préférences de nos compatriotes à l'égard du risque et du temps entre mai 2007 et juin 2009. Il nous appartiendra alors de tirer les implications pratiques et les leçons de politique économique de ce résultat qui pourra surprendre : un épargnant « stoïque » dans la tourmente, pas plus averse au risque qu'auparavant.

Nous reviendrons aux débuts de cette histoire dramatique en rappelant les traits généraux du nouveau monde suscité par la crise dans nos pays occidentaux, quitte à souligner déjà quelques spécificités nationales. Puis nous présenterons les différentes étapes de notre démarche.

Luc Arrondel est directeur de recherche au CNRS et consultant scientifique à la Banque de France. Il est chercheur à l'École d'économie de Paris (PSE). Il étudie le patrimoine des Français et les comportements de l'épargnant.

André Masson est directeur de recherche au CNRS et directeur d'études à l'EHESS. Il est chercheur à l'École d'économie de Paris (PSE). Ses travaux portent sur le patrimoine des Français, les liens entre générations et la rationalité de l'épargnant.

1. La crise, le risque et les réactions de l'épargnant : quelle grille d'interprétation ?

En France, la crise n'a fait qu'accentuer une tendance récente, suscitée par les débats sur l'avenir de l'État-providence, qui place l'épargnant au cœur des préoccupations politiques et économiques : les projets de réforme relatifs à la retraite, la santé et la dépendance, qui visent à responsabiliser davantage les ménages pour suppléer un éventuel désengagement de l'État vis-à-vis des aînés, ont mis en effet sous les projecteurs les comportements de l'épargnant en général et sa rationalité en particulier.

La donne a cependant changé avec la crise des *subprimes* dès l'été 2007, après la chute des prix immobiliers. Cette dernière a fait apparaître les dangers du surendettement aux États-Unis, d'aucuns allant jusqu'à dénoncer la prétendue impéritie des propriétaires américains plutôt pauvres, mis à leur corps défendant sous les feux de l'actualité. Chez nous, cette crise immobilière, puis financière, a douché certaines ardeurs hexagonales visant à promouvoir le prêt hypothécaire, par exemple, ou encore les fonds de pensions.

Face à ces enjeux de société, notre propos ne constitue pas une tentative de plus d'explication de cette crise aiguë, dite de la « grande récession¹ ». Il cherche seulement à mieux comprendre les réactions des épargnants qui varient d'un pays à l'autre, d'un individu à l'autre, en mettant l'accent sur le cas français pour lequel nous disposons de données originales qui permettent de suivre les ménages de mai 2007 à juin 2009.

La crise économique et financière actuelle a connu différentes étapes marquées par plusieurs temps forts : crise dite des *subprimes* américains après le dégonflement de la bulle immobilière des années 2000

1. Voir, par exemple, l'étude française d'A. Orléan, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, dans cette même collection.

effondrement des marchés boursiers internationaux à l'automne 2008 faisant suite aux faillites de plusieurs établissements financiers américains ; puis creusement des déficits publics dans de nombreux pays en 2009, les finances publiques ayant été fortement sollicitées par les gouvernements pour atténuer les effets de la récession ; enfin, en 2010, crise des finances publiques grecques et irlandaises, contestations de l'euro.

Ces événements en chaîne ont atteint durablement le « moral » des ménages occidentaux. Selon l'OCDE, tous les indicateurs liés à la confiance des consommateurs européens et américains montrent une chute générale d'« optimisme » après l'été 2007 (crise des *subprimes*) jusqu'à la fin 2008¹. La légère amélioration de l'année 2009 s'est vite essoufflée en 2010. Le sentiment que la crise va durer est général : d'après une enquête internationale réalisée par TNS-Sofres en avril 2009² portant sur la « crise financière à l'international », la majorité des ménages dans la plupart des pays enquêtés pensait que la crise financière allait durer au moins une année supplémentaire. Les Français au même niveau que les Américains (57 %) n'apparaissent pas comme les plus pessimistes : c'est en Europe du Sud que ces derniers étaient les plus nombreux (70 % pour l'Espagne, le Portugal et l'Italie). À l'inverse, les pays où les optimistes étaient un peu majoritaires incluaient l'Argentine mais aussi l'Allemagne.

Ce tableau général masque toutefois le fait que les données et les répercussions de ces crises successives n'ont pas été et ne sont pas les mêmes dans tous les pays, tant au niveau des marchés patrimoniaux (immobilier et boursier) que de celui de l'emploi. Le tableau I donne une idée de ces convergences et de ces disparités.

1. OCDE, *OECD Factbook 2010 : Economic, Environmental and Social Statistics*.

2. TNS-finance, *The TNS Global Financial Crisis Study*.

Tableau 1 : Évolutions des marchés (immobilier, boursier, travail)

	Immobilier (%) (indice des prix nominaux)				Bourse (%)			Chômage (%)			
	2000-2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2005	2008	2009	2010
France	+107	+1,2	-7,1	+8,0	-43,0	+22,5	-3,3	9,3	7,8	9,4	9,8
Royaume-Uni	+132	-8,9	-9,6	+1,0	-31,0	+22,0	+9,0	4,8	5,6	7,6	7,8
Allemagne	-10	0,0	-1,0	+4,0	-40,5	+24,0	+16,1	10,6	7,3	7,5	6,9
Espagne	+145	-4,0	-4,0	-3,5	-39,5	+30,0	-17,4	9,2	11,4	18,0	20,1
Italie	+80	0,0	-4,0	-1,5	-48,5	+16,0	-13,2	7,7	6,7	7,8	8,4
États-Unis	+56	-6,3	-4,3	-4,0	-34,0	+19,0	+11,0	5,1	5,8	9,3	9,6

Source : Insee, OCDE et « The Economist house-price index ».

DES BULLES IMMOBILIÈRES QUI SE DÉGONFLENT ET DES BOURSES QUI S'ÉCROULENT

Présente aux États-Unis et en Europe sauf en Allemagne, la tendance haussière des prix immobiliers s'est inversée sur les marchés européens et américains en 2008 et plus encore en 2009, même si les évolutions antérieures n'étaient pas homogènes d'un pays à l'autre : bulle immobilière en Espagne, en France et au Royaume-Uni, hausse plus modérée en Italie et aux États-Unis.

Il faut cependant y regarder d'un peu plus près, au sein de chaque pays. Sur le marché immobilier américain, les prix ont augmenté pendant plus de dix ans jusqu'au pic de juillet 2006 ; entre ce pic et les cours les plus bas du printemps 2009, la baisse a été de 10 % globalement mais de 33 % dans les vingt plus grandes villes américaines. En France, le marché du logement a été haussier pendant dix ans jusqu'en septembre 2008, les prix ayant ensuite connu une baisse de 7 % en un an pour ensuite retrouver un *trend*

à la hausse (8 % en 2010) ; mais, à Paris, la baisse a été moins forte en 2009 (5 %) après une hausse décennale de 182 %. En Espagne, la bulle immobilière initiée en 1995, qui a vu les prix moyens des logements doubler en valeur réelle, a commencé à se dégonfler en 2008 avec une chute des prix de près de 10 % en deux ans. Au Royaume-Uni, on a pu observer le même retour de tendance, en plus accusé : prix continuellement à la hausse et multipliés par près de 3,5 en valeur réelle entre 1993 et fin 2008, puis baisse de près de 20 % sur les années 2008 et 2009. En Italie, après avoir connu une période de relative stabilité dans les années 1990, les prix ont augmenté jusqu'en 2008 avant de diminuer de 4 % en 2009.

Dans ce tableau d'ensemble, l'Allemagne, où le marché immobilier est beaucoup plus réglementé qu'ailleurs, fait clairement figure d'exception : le paysage y est sensiblement différent puisque les prix de l'immobilier ont non seulement connu une légère baisse sur la période 2000-2007, mais également une relative stabilité depuis le début de la crise financière de l'automne 2008.

Les marchés boursiers ont en revanche enregistré des évolutions similaires dans les deux premières années de la crise (voir tableau 1). Après l'effondrement de 2008, particulièrement accusé dans la zone euro où la baisse moyenne a été de 45 %, tous les marchés sont repartis à la hausse en 2009, mais sans atteindre leur niveau d'avant la faillite de Lehman Brothers. En 2010, en revanche, les évolutions sont beaucoup plus disparates : dans les pays anglo-saxons et l'Allemagne, les indices ont retrouvé un *trend* haussier alors que ceux de l'Europe du Sud ont plongé de nouveau.

UNE RÉCESSION GÉNÉRALE ET UN CHÔMAGE SOUVENT EN FORTE HAUSSE

En entraînant un resserrement du marché du crédit, la crise financière de l'automne 2008 a touché l'activité de la plupart des économies développées. La baisse moyenne du produit intérieur brut a été, au cours de l'année 2009, de 4,1 % dans la zone euro : 4,9 % en Allemagne et au Royaume-Uni, 5 % en Italie, 3,6 % en Espagne, 2,6 % en France, et 2,4 % aux États-Unis.

Globalement, dans l'Union européenne, le taux de chômage est passé de 7 % de la population active en 2008, à 8,9 % en 2009 et avoisine les 10 % en 2010. Au sein des 27 pays de l'Union, les situations sont cependant très hétérogènes. Parmi les pays les plus touchés à l'aune de ce critère figurent l'Irlande (où le taux de chômage a augmenté de 6,4 % à 14,1 % sur la période considérée) et plus encore l'Espagne, où la situation en matière d'emploi devient critique avec un taux qui est passé de 11,4 % à 20,6 %. Sur la même période, l'Italie, le Royaume-Uni et la France ont connu des hausses plus limitées, de deux points environ, bien inférieures à la hausse nouvelle et préoccupante aux États-Unis (5,8 % à 9,3 %).

Là encore, l'Allemagne fait clairement exception : à l'entrée dans la crise, le taux de chômage est non seulement en forte baisse par rapport aux années précédentes, mais il atteint un niveau encore plus faible en 2010, performance remarquable qui masque toutefois une forte montée du chômage partiel.

RÉACTIONS DE L'ÉPARGNANT : ENTRE CALCUL ET ÉMOTIONS (PLAN DE L'ÉTUDE)

Tels sont, brossés à très grands traits, les faits de base, relativement complexes, que nous ne chercherons pas à interpréter : nous partirons de ces données pour essayer de mieux saisir les répercussions de la crise sur les épargnants et comprendre les réactions de ces derniers, en insistant sur les différences sensibles entre pays, et entre individus au sein d'un même pays.

Mais pour cela, nous devons effectuer un long détour : les différences d'impact de la crise et de réaction des épargnants s'expliquent déjà par le fait que les nations ou les individus ne partent pas du même point, de la même situation avant la crise. La section 2, empirique, rappellera brièvement ce que nous savons de ces disparités internationales et individuelles.

Le point de vue de la théorie économique, développé à la section 3, consiste à interpréter les comportements de l'épargnant sur son cycle de vie comme le résultat de ses choix dans un environnement contraint, tel qu'il le perçoit : autrement dit, les comportements individuels d'épargne de précaution, d'accumulation de cycle de vie, de transmission ou de gestion du portefeuille d'actifs résultent de l'interaction entre les *préférences* de l'épargnant à l'égard du risque, du temps ou de la transmission familiale ; ses ressources actuellement disponibles (revenu courant et actifs patrimoniaux) ; et enfin, ses *anticipations* concernant l'évolution et l'aléa de ses revenus futurs du travail (probabilité de chômage, par exemple), la prégnance des contraintes de liquidité (biens durables, limites au crédit...), les risques encourus sur sa santé et son espérance de vie, le risque et le rendement des divers placements, etc. Un enjeu crucial concerne alors la rationalité des préférences et des choix de l'épargnant : ces derniers traduisent-ils une adaptation optimale à l'environnement perçu ou bien le sujet est-il victime de ses « émotions » du moment ou d'erreurs de décision qui jouent contre son intérêt propre ?

Nous verrons alors à la section 4 comment, et à partir de quelles données originales, obtenir des mesures empiriques directes des éléments subjectifs mis en avant par la théorie : soit les anticipations de l'enquêté concernant aussi bien son revenu futur que l'évolution des cours boursiers, et ses préférences à l'égard du risque, du temps et de sa descendance (que ces préférences soient rationnelles ou non).

Nous disposerons alors de tous les outils nécessaires pour mieux comprendre les réactions des épargnants à la crise dans les pays où existent des données longitudinales individuelles, malheureusement trop rares, qui permettent le suivi des mêmes épargnants avant et pendant cette « grande récession ». Ces données n'existent que dans trois, voire quatre pays : Allemagne, États-Unis, France et partiellement au Royaume-Uni. Menée aux sections 5 et 6, la comparaison de la situation et des réactions des épargnants montre que les perceptions de leur monde, les anticipations et les

comportements ont effectivement été influencés par la crise mais dans des proportions variables d'une nation à l'autre. De multiples catégories de ménages américains semblent avoir été touchées durement par la crise alors que les ménages allemands, pour la plupart, l'auraient traversé sans trop d'embûches (section 5). La France, quant à elle, se situerait dans une position médiane ; mais nos compatriotes auraient dans l'ensemble modifié sensiblement leurs comportements, apparaissant plus précautionneux dans leur épargne et leurs investissements (section 6).

La section 7 enquêtera sur les origines de ces évolutions de comportement : détérioration des anticipations concernant des ressources et des prix futurs d'actifs incertains, ou moindre tolérance au risque. L'analyse tranchera clairement en faveur du premier terme de l'alternative : globalement, l'épargnant, ou du moins ses préférences à l'égard du risque et du temps, n'auraient pas varié entre mai 2007 et juin 2009. La conclusion indiquera alors comment ce résultat de stabilité peut être interprété au plan de la théorie économique comme des politiques publiques.

2. Épargne et patrimoine : de fortes disparités entre pays et entre compatriotes

Quelles ont été les répercussions, pour les ménages, de la crise financière et économique en matière d'épargne et de patrimoine ? Les disparités observées d'un pays à l'autre se comprennent mieux si l'on prend un peu de recul en élargissant les comparaisons internationales à l'ensemble des années 2000. Surtout, à l'échelle microéconomique, un rappel de ce que l'on sait sur les déterminants individuels (âge, revenu, CSP...) et les traits caractéristiques des comportements patrimoniaux s'avère utile pour éclairer les différences de réaction des épargnants dans notre pays.

RICHESSSE ET NATIONS

La figure 1 retrace l'évolution du taux d'épargne pour les six pays déjà évoqués (voir tableau 1). On note, certes, une hausse quasi générale du taux d'épargne en 2009 par rapport à la situation des années précédentes, qui peut s'expliquer par une hausse de l'épargne de précaution face à un avenir jugé plus incertain et des effets de richesse négatifs dus à une baisse anticipée des ressources. Mais ce n'est là qu'une partie de l'histoire. En fait, la crise a eu peu d'effets sur le taux d'épargne italien, qui suit un *trend* descendant depuis 2002 (8 % aujourd'hui), et le taux d'épargne allemand, en augmentation légère continue (11 % aujourd'hui). La hausse entre 2008 et 2009 demeure de même limitée en France (de 15,5 % à 16,3 %). En revanche, elle est spectaculaire dans les pays les plus touchés par la crise, en Espagne, au Royaume-Uni et, toutes proportions gardées, aux États-Unis. La montée brutale des taux espagnol et britannique ne peut entièrement résulter des seuls effets de précaution ou de richesse. Un facteur clef concerne les remboursements d'emprunt immobilier en période de récession : cette épargne contractuelle accapare une part croissante de ressources en diminution, et ce d'autant plus dans les pays où la bulle immobilière a été la plus importante (voir tableau 1).

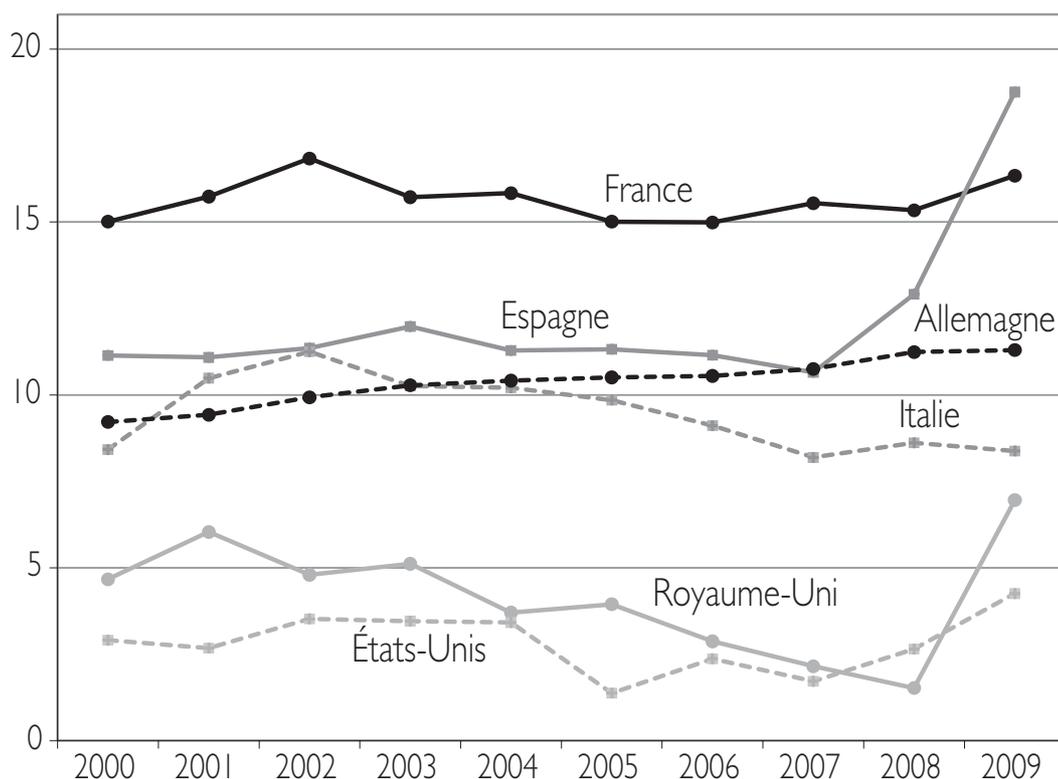


Figure 1 – Taux d'épargne des ménages (%).

Source : OCDE.

Les baisses du prix des actions et de l'immobilier produites par la crise financière ont eu par ailleurs des conséquences inégales sur la valeur des patrimoines selon leur composition : une diminution relativement modeste de la richesse nationale des ménages peut masquer des baisses plus importantes en particulier pour les propriétaires et les actionnaires, en proportion fort disparate d'un pays à l'autre (tableau 2). En 2007, pour un taux moyen de détention du logement principal égal à 65 % au sein de l'Union européenne, l'éventail va de l'Allemagne, qui présente le plus faible taux (46 %), à la Roumanie, où il atteint 96 % ; la France se situe à un niveau un peu en dessous de la moyenne (58 %), alors que le Royaume-Uni, l'Italie et surtout l'Espagne se situent à des niveaux sensiblement plus élevés. Les États-Unis ont, quant à eux, un taux de détention de la résidence principale égal à 68 %, proche de la moyenne européenne.

Tableau 2 – Pourcentage de propriétaires et d'actionnaires avant la crise

%	Nombre de propriétaires	Nombre d'actionnaires (directement ou indirectement)
France	58	20
Royaume-Uni	71	35
Allemagne	46	17
Espagne	83	14
Italie	72	15
États-Unis	68	50

Source : Insee.

Les disparités entre pays concernant la diffusion des actions sont encore plus importantes : en 2007, environ la moitié des ménages américains détenaient des titres de propriété (actions détenues directement ou indirectement), contre 35 % au Royaume-Uni, et seulement 20 % en France et encore moins en Allemagne, Italie et Espagne. Les différences s'expliquent notamment par le poids des fonds de pension (élevé dans les deux premiers pays, faible ou limité dans les autres), mais pas seulement : ce facteur ne rend pas compte de l'écart important séparant la diffusion des actions aux États-Unis et au Royaume-Uni, et encore moins du fait que plus des deux tiers des Suédois sont actionnaires (directs ou non).

Ces inégalités de diffusion des actifs se répercutent sur la structure en montant du patrimoine moyen des ménages. Le tableau 3 considère ainsi quelques grandes composantes – patrimoine financier, endettement, patrimoine non financier net – ainsi que le montant du patrimoine brut, tous rapportés au revenu disponible brut des ménages pour obtenir des comparaisons internationales pertinentes. Quatre pays seront plus particulièrement étudiés. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, nations

**Tableau 3 – Rapport des composantes du patrimoine des ménages
au revenu disponible brut**

	2000	2005	2006	2007	2008	2009
États-Unis						
Dette	1,00	1,31	1,36	1,38	1,30	1,27
Patrimoine brut	7,30	7,72	7,82	7,54	6,00	6,14
Patrimoine financier	5,11	4,67	4,85	4,86	3,78	4,01
Patrimoine non financier net	1,19	1,74	1,62	1,30	0,91	0,85
Royaume-Uni						
Dette	1,05	1,53	1,62	1,74	1,70	1,60
Patrimoine brut	7,92	9,34	9,84	10,22	8,83	9,03
Patrimoine financier	4,45	4,39	4,55	4,59	3,96	4,20
Patrimoine non financier net	2,42	3,42	3,67	3,89	3,17	3,23
Allemagne						
Dette	1,13	1,06	1,03	1,00	0,96	0,96
Patrimoine brut	5,79	6,19	6,34	6,49	6,30	6,54
Patrimoine financier	2,63	2,84	2,90	2,95	2,77	2,94
Patrimoine non financier net	2,03	2,29	2,41	2,54	2,58	2,63
France						
Dette	0,73	0,86	0,91	0,95	0,97	1,01
Patrimoine brut	5,29	7,15	7,57	7,70	7,17	7,11
Patrimoine financier	2,68	2,76	2,90	2,97	2,72	2,91
Patrimoine non financier net	1,87	3,52	3,75	3,78	3,49	3,19

Source : comptes nationaux.

anglo-saxonnes de culture libérale, la part du patrimoine financier est nettement plus importante : le ratio au revenu disponible brut y est de l'ordre de 4 à 5 (mais baisse après 2007), alors que dans les deux pays de la « vieille Europe », France et Allemagne, ce même ratio s'étage entre 2,5 à 3 (en augmentation toutefois par rapport à l'an 2000). Le niveau d'endettement des ménages sur les dernières années reproduit la même ligne de fracture : il est proche du montant du revenu disponible brut dans les deux pays continentaux mais s'élève à environ 130 % de ce revenu aux États-Unis et à plus de 160 % au Royaume-Uni (mais aussi 140 % en Espagne).

Au total, si l'on compare sur les dernières années le niveau de fortune en proportion du revenu disponible brut, les ménages britanniques apparaissent nettement plus riches que les autres – en patrimoine brut et même net ; après l'éclatement de la bulle immobilière, les Allemands se rapprochent de la situation française où le ratio patrimoine/revenu se situe autour de 6 en net et 7 en brut¹ ; enfin, les ménages américains sont devenus les plus pauvres. Ce décrochage des États-Unis depuis la crise s'explique cependant, à plus long terme, par la faiblesse relative du patrimoine non financier net, qui correspond essentiellement aux biens immobiliers et fonciers hors endettement : le ratio de ce patrimoine au revenu disponible brut est passé sous la barre de l'unité depuis 2008, mais n'était guère plus élevé en 2000, alors qu'il a toujours été bien supérieur dans les trois autres pays (soit entre 3 et 4 depuis 2005). Nous reviendrons plus loin sur cette spécificité américaine.

1. En niveau absolu, les Allemands ont cependant à la fois moins de patrimoine et moins de revenu que leurs homologues français.

DES EFFETS RICHESSE QUI PÈSENT DIFFÉREMMENT SUR LA CONSOMMATION ET LA CROISSANCE DES PAYS

Si, en raison notamment d'une composition différente, la dévalorisation des patrimoines des ménages engendrée par la crise n'a pas été du même ordre d'un continent ou d'une nation à l'autre, on peut en outre s'attendre à ce que les répercussions de ces baisses sur la consommation par le canal des « effets richesse » soient plus importantes dans les pays anglo-saxons : le poids des fonds de pension et de la capitalisation boursière y est en effet bien plus élevé qu'au sein de la vieille Europe, et les facilités de crédit, permises notamment par le prêt hypothécaire, beaucoup plus larges.

Ces effets de richesse auraient été effectivement plus importants aux États-Unis et au Royaume-Uni : selon une étude de l'Insee, l'impact de la dévalorisation des avoirs patrimoniaux aurait ainsi coûté 1,7 point de croissance du PIB aux États-Unis, et 0,9 au Royaume-Uni¹. Dans la zone euro, l'impact aurait été bien moindre, en moyenne de l'ordre de 0,4 point, et même seulement de 0,2 % en France et en Allemagne.

En France, la hausse de la consommation en volume (0,6 %), encore inférieure d'un point à celle des revenus (1,6 %) en 2009, attesterait néanmoins la prégnance des effets richesse², le surcroît d'épargne généré s'accompagnant – selon la plupart des indicateurs macroéconomiques comme des enquêtes d'opinions – de la volonté de s'éloigner des investissements boursiers pour privilégier les placements plus sûrs et de plus long terme comme l'assurance-vie et l'épargne logement. Mais ces effets richesse ne sont sans doute pas homogènes dans la population, surtout le long de l'échelle des fortunes. Ainsi, *Le Figaro* du 10 juin 2009 pouvait

1. V. Lapègue et A. Mauroux, « Crise et dépendances ».

2. Voir G. Consalès, « En 2009, la consommation des ménages résiste malgré la récession ».

titrer : « En temps de crise, les riches s'amuse encore plus », un article qui montrait une augmentation des réservations en matière d'activités de loisirs de luxe.¹

QUI POSSÈDE QUOI ?

Pour expliquer cette hétérogénéité des réactions observées face à la crise, il convient déjà de mieux connaître les déterminants individuels des comportements patrimoniaux.

Quels facteurs personnels favorisent l'accumulation ? Quatre d'entre eux se détachent assez nettement, soit par ordre d'importance décroissante : disposer d'un revenu d'activité ou de retraite élevé ; être d'âge mûr ; appartenir à une catégorie sociale favorisée ; avoir reçu un héritage significatif. Pour fixer les idées, donnons quelques chiffres pour la France de 2004 en s'intéressant aux patrimoines *médians* (soit 100 000 euros pour le patrimoine brut sur la population totale), qui partagent la population considérée en deux moitiés : eu égard à la forte concentration des richesses, ces derniers sont en effet plus représentatifs que les valeurs moyennes. Faire partie des 25 % des Français les plus rémunérés conduit à un patrimoine médian 2,5 fois supérieur à la médiane globale et surtout vingt-six fois supérieur à celle des 25 % les moins bien rémunérés². La fortune médiane des 50 à 70 ans représente 1,5 fois la médiane globale et plus de deux fois celle des 30 à 40 ans. Les gros indépendants possèdent plus de cinq fois

1. Ces réservations (restaurants, voyages, concerts et spectacles) auraient augmenté de 40 % au début de 2009, juste après la chute des bourses mondiales ! En particulier, le nombre de voyages a été multiplié par trois au cours des six premiers mois de 2009, même si « les séjours d'une semaine ont laissé place à de longs week-ends de quatre jours, avec un budget moyen de 2 450 euros au lieu de 4 050 euros au second trimestre 2008 ».

2. Voir M. Cordier *et alii*, « Les inégalités de patrimoine des ménages entre 1992 et 2004 ».

la médiane globale et cinquante fois celle des ouvriers non qualifiés ; les cadres détiennent, toujours en médiane, le double de la population globale mais sept fois plus que les employés. Enfin, la médiane du patrimoine des ménages héritiers est quatre fois plus importante que celle des non héritiers.

Toutes choses égales d'ailleurs, d'autres facteurs jouent un rôle positif mais plus limité : vivre à la campagne plutôt qu'à Paris, être en couple, avoir un haut diplôme, etc. Mais le point clef vient de ce que les déterminants individuels habituellement recensés dans les enquêtes (revenu, âge, niveau social, diplôme, composition familiale, lieu d'habitation, transferts intergénérationnels reçus et versés, etc.) ne rendent compte, ensemble, que de la moitié tout au plus des inégalités de patrimoine, et cela même si l'on exclut les plus riches¹. La moitié des inégalités restante constitue alors l'hétérogénéité dite « non observée » : nous verrons plus loin si cette dernière peut être expliquée par les éléments plus subjectifs mis en avant dans notre étude, que ceux-ci aient trait aux préférences à l'égard du risque et du temps, ou aux anticipations concernant les prix et revenus futurs ou encore les risques encourus (en matière de chômage, santé, etc.).

Il n'en reste pas moins que l'on peut déjà s'interroger sur la rationalité des épargnants, notamment à la veille de la retraite. Comme ailleurs, près d'un quart des ménages français – dont les revenus ne sont pas spécialement faibles – n'épargnent « pas assez » pour leurs vieux jours, au risque de subir une baisse de consommation brutale en fin de vie ; mais à l'inverse, beaucoup épargneraient « trop » en dépit d'un système de protection sociale plutôt généreux, se retrouvant à la veille de la retraite avec des patrimoines considérables qui ne se justifient pas entièrement par le désir de transmettre aux enfants.

1. Voir L. Arrondel *et alii*, « Préférences de l'épargnant et accumulation patrimoniale ».

L'analyse de la composition des patrimoines français fait par ailleurs apparaître une caractéristique majeure : les portefeuilles d'actifs sont à la fois peu diversifiés et d'une grande diversité. Deux phénomènes contribuent à expliquer le faible niveau de diversification : d'une part, la faible diffusion (observée dans la plupart des pays) de la rente viagère, pourtant bien adaptée aux besoins des vieux jours ; d'autre part, seuls 20 % des ménages français détiennent des actions, et cela en dépit des avantages, en terme du couple risque-rendement, prêtés à ce type de placement sur le long terme. Ces résultats ont conduit, là encore, à mettre en cause la rationalité des épargnants.

Le premier facteur explicatif du niveau de diversification du portefeuille et de la combinaison d'actifs détenue est le montant de patrimoine (financier ou global) du ménage. Lorsque ce montant augmente, une sorte de « suite logique » d'acquisition apparaît, qui verrait les ménages investir d'abord dans des liquidités (comptes chèques) et quasi-liquidités (livrets d'épargne), acheter ensuite leur résidence principale avant de s'assurer sur la vie puis de s'intéresser à la constitution d'un portefeuille boursier, et enfin acquérir de l'immobilier de rapport et des biens professionnels¹. Cet effet de la taille du patrimoine est cependant le plus sensible aux deux bouts de sa distribution : les ménages à faible patrimoine se contentent d'investir dans quelques livrets d'épargne alors que les plus riches diversifient leurs avoirs au maximum ; mais aux niveaux de richesse intermédiaire, l'hétérogénéité des choix de portefeuille ne permet pas de dégager une ou deux combinaisons types d'actifs beaucoup plus fréquentes que les autres.

1. Voir L. Arrondel et A. Masson, « Hypothèse du cycle de vie, diversification et composition du patrimoine : France 1986 ». Obtenue sur des données instantanées, cette suite logique remarquable observée dans toutes les enquêtes « Patrimoine » de l'Insee (1992, 1998, 2004) ne peut cependant s'interpréter comme une chronique-type d'acquisition des différents actifs au cours du cycle de vie.

Nous avons vu que les taux de propriétaires et d'actionnaires varient fortement d'une nation à l'autre. Mais quels facteurs individuels favorisent la détention de la résidence principale ou la possession d'actions dans notre pays ? Les propriétaires sont plutôt des ménages diplômés, à fort revenu (indicateur de la capacité d'emprunt), n'habitant pas Paris et sa région, et pas trop jeunes : la propriété ne devient significative qu'à partir de 40, voire 50 ans, pour concerner plus de 70 % des seniors. Les boursicoteurs possèdent en général un patrimoine financier conséquent, ont de bons revenus d'activité ou encore de transfert (cas des indépendants à la retraite), disposent d'un diplôme élevé et ont souvent des parents qui détenaient ou qui détiennent un portefeuille de titres. Considérons enfin la détention combinée d'actions et du logement : parmi les propriétaires de leur résidence principale, la détention d'actions diminue, à patrimoine financier identique, lorsque la part du patrimoine global consacrée au logement augmente. Sans doute, un poids élevé du logement est-il perçu, toutes choses égales d'ailleurs, comme un accroissement de l'exposition aux risques immobilier ou d'endettement, qui détournerait ces propriétaires du marché boursier par souci de modérer les risques subis¹.

1. L. Arrondel et F. Savignac, « Stockholding : does housing wealth matter ? ».

3. Comment la théorie économique explique-t-elle les comportements de l'épargnant ?

Comment la théorie économique de l'épargnant entend-elle rendre compte de ces disparités multiples et complexes entre nations ou entre ménages d'un même pays ? La référence est le modèle « standard » du cycle de vie censé décrire les comportements patrimoniaux au niveau individuel.

SÉPARER LES PRÉFÉRENCES VIS-À-VIS DU RISQUE ET DU TEMPS DES PERCEPTIONS DU MONDE PRÉSENT ET À VENIR

En gros, l'épargnant cherche à maximiser la satisfaction procurée par son plan de consommation présente et future sur le cycle de vie sous contrainte de budget instantanée – fonction de son revenu courant et son patrimoine actuel – et de ce qu'il anticipe pour l'avenir – en termes de revenus professionnels, de risque et de rendement des placements offerts, de risque de chômage ou de santé, de probabilité de survie, d'évolution de ses goûts et besoins –, quitte à réserver une part de son patrimoine pour la transmission aux enfants. L'épargnant est donc supposé pleinement « rationnel » : son plan intertemporel de consommations résulte de la maximisation, sous contraintes diverses, d'une fonction d'utilité bien spécifiée qui représente ses préférences propres. Le patrimoine sert à mettre en correspondance l'échéancier des besoins et désirs de consommation pour soi ou ses enfants et celui des ressources qui présentent des variations systématiques (passage à la retraite) et des chocs ou fluctuations aléatoires. Outre la recherche de rendement ou de rapport et la satisfaction des besoins de liquidité, ce patrimoine répond ainsi à trois grandes motivations : la constitution d'une réserve de précaution face à un futur incertain ; le lissage intertemporel des consommations, et notamment l'épargne pour les vieux jours ; la transmission intergénérationnelle.

Le modèle de cycle de vie standard suppose un comportement d'épargne autonome et prospectif : le sujet ne regarde que devant lui (vers le futur),

pas derrière (le passé) ni sur les côtés (ce que font ses voisins). Gage de rationalité, ses choix sont en outre « temporellement cohérents » : si ses anticipations sont vérifiées au cours du temps, son plan initial de consommations se déroule comme prévu et n'est pas modifié¹. Sous ces hypothèses, le modèle standard, très parcimonieux, ne retient que trois paramètres de préférence relativement aux dimensions du risque, du temps et de la lignée :

- L'aversion (relative) au risque détermine notamment l'épargne de précaution et la part des actifs non ou peu risqués dans le portefeuille : plus elle est élevée, et plus l'agent est prêt à payer une prime de risque ou d'assurance (proportionnellement) plus importante pour se couvrir contre un risque donné.
- Le taux de dépréciation du futur sur le cycle de vie ou le degré de préférence temporelle pour le présent, qui diminue le poids accordé aux satisfactions du moi futur par rapport à celles du moi présent, réduit d'autant l'horizon décisionnel de l'agent à espérance de vie donnée : l'épargne pour les vieux jours varie en fonction inverse de ce paramètre.
- Le degré « d'altruisme » familial, soit le poids accordé au bien-être de ses enfants par rapport à la satisfaction retirée de sa propre consommation, conditionne le motif de transmission².

1. Un contre-exemple célèbre est celui d'Ulysse face aux sirènes, victime d'un manque de contrôle de lui-même dont il est parfaitement conscient : confronté à un conflit de personnalité ou de préférences entre ses moi présent et futur, il met sous tutelle son moi futur (qui voudrait rejoindre les sirènes) en se faisant attacher au mât.

2. Le modèle standard suppose une fonction d'utilité temporellement additive et isoélastique, à actualisation « exponentielle » (le taux de dépréciation du futur peut dépendre de l'âge mais pas de la distance au présent). En situation d'incertitude, l'épargnant maximise l'espérance de son utilité. Inverse de l'élasticité intertemporelle de substitution, le paramètre constant d'aversion relative pour le risque fixe encore les degrés de « prudence » pour l'épargne de précaution et de « tempérance » pour la gestion de risque multiples.

On voit comment, dans ce cadre théorique, les choix de l'épargnant résultent de l'interaction entre ses préférences, d'une part, et les anticipations du futur ou les perceptions de sa situation, d'autre part. Les comportements de précaution vont dépendre de son degré d'aversion au risque et de l'ampleur du risque encouru, telle qu'il le perçoit ou l'anticipe. Les arbitrages intertemporels seront fonction du degré de dépréciation du futur et des anticipations concernant le niveau (et l'aléa) des prix ou des revenus futurs mais aussi les contraintes de liquidité auxquelles il est susceptible d'être confronté.

Aussi simple soit-il, ce modèle standard contribue déjà à rendre compte des comportements patrimoniaux observés. Ainsi, le rôle pivot qu'il accorde, parmi les déterminants individuels de l'accumulation patrimoniale, aux effets de cycle de vie et au montant des ressources vitales – revenu permanent et transferts reçus – est-il corroboré par les faits rappelés à la section précédente : les facteurs les plus favorables à l'accumulation sont un revenu d'activité ou de retraite élevé, un âge mûr, l'appartenance à une catégorie sociale favorisée et le fait d'être héritier ou donataire.

Son pouvoir prédictif demeure cependant limité. Le modèle ne peut expliquer l'épargne insuffisante pour la retraite d'une partie de la population. Et même si l'on tient compte des coûts de transaction et autres imperfections des marchés du capital ainsi que des limites d'accès à l'information, il génère des portefeuilles beaucoup plus diversifiés que ceux que l'on observe dans la réalité : il ne permet pas de comprendre la désaffection relative pour la rente viagère, ni la diffusion limitée des actions au sein même de patrimoines (financiers) élevés qui devraient pallier l'effet des coûts de transaction.

VERS DES MODÈLES DE CHOIX PLUS RÉALISTES MAIS PLUS COMPLEXES

Les modèles « non standard » des comportements à l'égard du risque permettent de mieux rendre compte de la faible diversification du patrimoine. Une première extension, qui contribue à expliquer les « anomalies » de la demande d'assurance, consiste à doter l'individu d'un degré

d'« optimisme » ou de « pessimisme » selon la manière dont il « transforme » les probabilités des événements risqués. Mais le modèle le plus connu et le plus performant est celui de l'*aversion à la perte*¹ : pour juger de la rentabilité d'une opération financière risquée, les épargnants se déterminent en fonction d'un niveau de référence – la richesse initiale dans les cas les plus simples – par rapport auquel ils évaluent différemment les gains et les pertes : la désutilité retirée d'une perte est initialement supérieure (en valeur absolue) à l'utilité retirée d'un gain équivalent. L'aversion à la perte, qui requiert l'introduction de nouveaux paramètres de préférence à l'égard du risque, permet de mieux rendre compte de la diffusion limitée des rentes viagères et des actions. L'explication demeure cependant partielle. La désaffection pour la rente viagère s'expliquerait encore par « l'aversion à l'ambiguïté » dont feraient preuve les individus face à un risque de mortalité mal connu : cette nouvelle aversion les conduirait plutôt à privilégier les situations les moins favorables en termes de probabilités de survie².

En résumé, il faut introduire en sus de nombreux paramètres de préférence à l'égard du risque ou de l'incertain pour obtenir des prédictions plus réalistes en matière de choix de portefeuille. La seule consolation, encore que la question fasse débat, est que l'on ne revient pas sur l'hypothèse de la rationalité « pleine et entière » de l'épargnant, même s'il s'agit d'une rationalité non standard, plus complexe et plus fragile.

Les modèles « non standard » des comportements à l'égard du temps ont été amenés, en revanche, à imposer des limites sévères à la rationalité de l'épargnant pour rendre compte notamment de l'épargne retraite insuffisante d'une part de la population. Le modèle de rationalité limitée le

1. Voir D. Kahneman et A. Tversky, « Prospect theory : an analysis of decision under risk ».

2. Voir A. Masson, « La vie pour l'épargnant ne se réduit pas à un exercice de calcul : I. Les impasses des approches du cycle de vie standard et psychoéconomiques ».

plus connu est celui de l'actualisation « quasi hyperbolique »¹ : trop tentés de consommer dans l'instant, certains sujets éprouveraient des difficultés à suivre des stratégies temporellement cohérentes sur leur cycle de vie, soit qu'ils se révèlent incapables de planifier à long terme – par manque d'imagination ou de clairvoyance –, soit qu'ils ne puissent s'en tenir aux règles qu'ils se sont pourtant données au départ – par manque de volonté ou maîtrise de soi. Le degré d'*impatience à court terme* traduit ce déficit cognitif ou volitif source d'une incohérence temporelle des choix : s'il est cognitif, l'individu présente une tendance à la « procrastination », soit à remettre sans cesse au lendemain les tâches ou résolutions désagréables (comme de s'arrêter de boire ou de fumer) ; s'il est volitif, le sujet est enclin à rechercher la gratification immédiate contre son intérêt à long terme – à l'image d'Ulysse hurlant qu'on défasse ses liens pour rejoindre les sirènes. L'épargne contractuelle (bloquée) aurait le plus de succès auprès de ces agents impatients qui sont également prévoyants : ces derniers voudraient en effet s'autodiscipliner en gelant provisoirement leurs avoirs ou en se forçant à des versements réguliers.

LE DÉBAT RELATIF À LA RATIONALITÉ DES CHOIX PATRIMONIAUX

Au-delà de ces extensions, les avis des économistes commencent à diverger et l'on peut distinguer, pour faire très simple, deux grandes écoles.

Pour la première, les extensions « non standard » du modèle de base que nous avons décrites, fournissent une approximation acceptable des comportements patrimoniaux de la majorité des ménages la plupart du temps, de telle sorte que l'on puisse prêter une rationalité minimale à ces derniers. L'épargnant-type est le plus souvent capable de prévoir et planifier à long terme et ses choix apparaissent gouvernés par une série de paramètres propres de préférence, qui définissent son attitude générale vis-à-vis du risque, la priorité qu'il accorde aux plaisirs présents sur son

1. Voir D. Laibson, « Golden eggs and hyperbolic discounting ».

cycle de vie, et enfin le degré d'altruisme envers ses enfants. Bien qu'épisodiquement battue en brèche (par l'impatience à court terme ou d'autres phénomènes), la cohérence temporelle des choix reste le cadre de référence pour comprendre les comportements patrimoniaux à long terme : ce qui revient à dire que les préférences indiquées demeurent relativement *stables* au cours du temps. Sans quoi le modèle perd tout pouvoir prédictif et la rationalité (au sens économique) de l'épargnant n'est plus une hypothèse opératoire. Traditionnellement, la stabilité temporelle des préférences est d'ailleurs une des pierres angulaires de la théorie économique.

Pour l'autre école, même les extensions non standard des modèles du cycle de vie ne permettent pas d'interpréter les résultats obtenus dans les expériences de laboratoire (*in vitro*) ni d'expliquer les « anomalies » observées : sous-épargne pour la retraite, diffusion des actions limitée ou montants investis insuffisants, désaffection pour la rente viagère... La gestion du portefeuille présenterait encore davantage de « biais » : absence de diversification, prédominance des actions nationales (*home bias*), inertie trop grande des portefeuilles (*status quo bias*), tendance induite à conserver les actions dont le prix baisse et à vendre celles dont le prix augmente (*disposition effect*), etc.

Dans cette direction, s'est progressivement développée depuis une trentaine d'années une approche dite « comportementale » ou psychoéconomique qui revient sur les postulats de la théorie économique traditionnelle en s'interrogeant de plus en plus sur les capacités et aptitudes réelles des épargnants et sur leur manque de rationalité. Les comportements des individus s'expliqueraient souvent par leur incompétence financière : ils ne maîtriseraient pas les principes économiques requis (formation rationnelle des anticipations, calcul d'actualisation, valorisation des actifs...) ou pâtiraient d'une connaissance insuffisante des produits financiers ou de l'environnement économique (taux d'intérêt, marchés boursiers, système de retraite...). Dans leurs choix, ils ne parviendraient pas toujours à se projeter dans l'avenir; seraient victimes « d'émotions » contraires à leur intérêt propre (impulsivité, excès de confiance en soi, regret ou déception

injustifié) et seraient souvent incapables de s'en tenir aux plans de consommation qu'ils ont pourtant eux-mêmes choisis (incohérence temporelle). Bref, certains seraient atteints « d'illettrisme financier¹ », tandis que d'autres seraient myopes, incapables de planifier leur retraite, ou manqueraient de maîtrise de soi en privilégiant à outrance les plaisirs immédiats². D'autres encore souffriraient d'un pessimisme excessif les empêchant de profiter des opportunités futures ou seraient victimes de peurs irrationnelles.

Autant de lacunes que d'aucuns voudraient corriger, au nom d'un « paternalisme libertaire », en faisant évoluer les individus dans des directions censées améliorer leur existence tout en cherchant à préserver leur liberté de choix ; pour le bien des épargnants, on chercherait à améliorer leur éducation financière, et si cela ne suffisait pas, on leur donnerait même « un coup de pouce » (*nudging*)³.

Dans cette approche psychoéconomique, la multiplicité des paramètres individuels à prendre en compte dans les décisions implique une hétérogénéité accrue des agents économiques. Mais le postulat de stabilité temporelle des préférences n'aurait plus forcément lieu d'être puisque les comportements sont supposés être davantage dictés par les émotions ou les réactions épidermiques, et que les préférences sont influencées par des effets de contexte ou de codage mental (*mental accounts*) aisément manipulables.

Ces deux écoles opposent des économistes illustres comme on peut le constater dans ces quelques joutes verbales. Du côté de ceux qui prêtent encore aux épargnants une rationalité opératoire :

- « L'approche comportementale est séduisante parce qu'elle paraît prometteuse. Mais je ne pense pas qu'elle le soit, car on ne peut rien faire

1. Voir A. Lusardi, *Overcoming The Saving Slump : How To Increase The Effectiveness Of Financial Education And Saving Programs*.

2. Voir R. H. Thaler et H. M. Shefrin, « An economic theory of self-control ».

3. Voir R. H. Thaler et C. Sunstein, « Libertarian paternalism ».

de plus qu'étudier ces paradoxes occasionnels. » (Merton Miller, prix Nobel 1990)

- « Ces biais cognitifs sont parfois importants, mais au lieu de s'intéresser aux faiblesses les plus significatives des modèles de choix rationnels pour expliquer les comportements du monde réel, on a peut-être trop mis l'accent sur des situations expérimentales. » (Gary Becker, prix Nobel 1992)

Et du côté de ceux de l'école psychoéconomique :

- « Personne ne peut croire sérieusement que tous les individus ont des croyances rationnelles et font des choix rationnels à tout moment. » (Daniel Kahneman, prix Nobel 2002)
- « Notre objectif est que, dans vingt à trente ans, l'expression "sciences économiques comportementales" devienne superflue parce que les sciences économiques seront, par définition, comportementales dans leur démarche. » (Richard Thaler, pionnier de l'approche comportementale)

LA CRISE : UN TEST GRANDEUR NATURE DE LA RATIONALITÉ DE L'ÉPARGNANT

La crise financière a fourni un nouveau terrain d'affrontement, plus idéologique, entre ces deux écoles. Certains partisans de la seconde n'hésitent pas ainsi à affirmer qu'une des origines de la crise américaine résiderait dans l'incompétence économique des individus les plus démunis ! Dans un livre récent, Robert Shiller affirme en effet :

La crise des *subprimes* et les problèmes financiers et économiques qui en ont découlé sont dus, en grande partie, à certaines défaillances de la démocratie, démocratie financière j'entends. Beaucoup de gens de la classe ouvrière et de primo-accédants à la résidence principale qui se sont surendettés par rapport à la valeur hypothécaire de leur maison avec des taux variables, ne maîtrisaient pas l'information sur ce qu'ils faisaient – le genre d'informations facilement accessibles aux personnes les plus riches – et ont ainsi commis des erreurs graves¹.

1. R. Shiller, *The Subprime Solution*.

Cette idée prolonge les propos plus lyriques et politiques tenu en 2002 par Paul H. O'Neill, ancien secrétaire du Trésor américain :

L'éducation financière peut être comparée à une carte routière qui mènerait au rêve américain. Je crois que nous devons enseigner à tous les Américains les outils nécessaires pour lire cette carte, afin qu'ils puissent atteindre ce rêve.

L'objet de cette controverse sort parfois du simple cercle académique et politique. Le film du réalisateur Jean-Stéphane Bron, *Cleveland contre Wall Street* (août 2010), qui propose un procès fictif voyant s'affronter les « expropriés » de Cleveland et les « banquiers » de Wall Street, illustre parfaitement ces oppositions idéologiques dans ce contexte de crise financière : du côté des laissés pour compte, on avance les mauvais conseils des vendeurs de crédit, qui « pousseraient au crime » ; du côté des financiers, on invoque le libre-arbitre et la responsabilité des individus en dénonçant l'impéritie de certains d'entre eux. Pour répondre aux critiques sur le sort des « expropriés » en évitant de verser dans un paternalisme étatique qui n'a pas bonne presse outre-Atlantique, Anamaria Lusardi, directrice du *Financial Literacy Center*, écrit ainsi dans le *New York Times* du 24 avril 2010 :

L'éducation financière est un élément essentiel de la connaissance que tout étudiant devrait avoir... Tout comme la lecture et l'écriture sont devenus des outils indispensables aux individus pour réussir dans les économies modernes, il est aujourd'hui impossible de réussir sans être en mesure de lire et écrire financièrement.

4. Comment mesurer les anticipations et les préférences des épargnants français ?

Pour trancher ce débat sur la rationalité des choix de l'épargnant en général et la stabilité de ses préférences au cours de la crise en particulier, il nous faut disposer à l'échelon individuel de mesures empiriques concernant des variables mises en avant par la théorie mais en général non observées : anticipations relatives aux prix ou revenus futurs et, surtout, préférences à l'égard du risque et du temps ou vis-à-vis de ses enfants.

Fruit d'une expérience de plus dix années, notre corpus de données est constitué de quatre enquêtes successives ayant pour objectif principal d'étudier en parallèle les patrimoines des ménages et leurs préférences en matière d'épargne (tolérance au risque, préférence pour le présent, altruisme...).

LES DONNÉES FRANÇAISES DU PANEL PATER

Réalisée par l'Insee en 1998, la première enquête Pater¹ constituait un module complémentaire à l'enquête « Patrimoine 1998 », sous la forme d'un second entretien mené auprès de 1 135 ménages². Les trois autres ont été construites à notre initiative par l'institut TNS-Sofres, sous la forme d'un questionnaire postal : en 2002 sur un échantillon de 2 460 ménages âgés de 35 à 55 ans³ ; en 2007 sur 3 826 ménages et en

1. Pater pour Préférences et patrimoines face au temps et au risque. La première enquête a été réalisée en collaboration avec Daniel Verger de l'Insee.

2. L. Arrondel *et alii*, « Préférences de l'épargnant et accumulation patrimoniale ».

3. L'objectif principal de cette enquête étant aussi d'interroger, à partir du même questionnaire, deux générations coexistantes, l'échantillon principal ne retenait que des individus âgés de 35 à 55 ans, générations les plus à même d'avoir un enfant indépendant ou un parent vivant. Nous avons pu ainsi étudier la transmission intergénérationnelle des préférences (voir L. Arrondel et A. Masson, *Inégalités patrimoniales et choix individuels. Des goûts et des richesses...*).

2009 sur 3 783 ménages représentatifs de la population française. Remarquons d'emblée que les deux dernières enquêtes comportent les éléments pertinents pour permettre une analyse fine des réactions des épargnants français à la crise financière. Celle de mai 2007 fournit en effet un état des lieux juste avant la crise ; en outre, une part importante de l'échantillon d'alors, soit 2 234 ménages, a été réinterrogée en juin 2009. Ce suivi longitudinal s'étend même à certains ménages enquêtés en 2002, juste après l'éclatement de la « bulle internet ».

L'information recueillie dans les différentes enquêtes concerne déjà la description sociodémographique du ménage, l'évaluation, la composition et le mode de gestion de son patrimoine, le recensement de ses revenus, l'existence de transferts intergénérationnels reçus ou versés, mais aussi des données plus subjectives concernant les anticipations de croissance et de risque (à cinq ans par exemple) sur le revenu personnel et les prix d'actifs.

LES ANTICIPATIONS DE PRIX ET DE REVENUS EN MAI 2007 ET JUIN 2009

Les enquêtes Pater cherchent à mesurer les anticipations des ménages concernant l'évolution des cours boursiers (voir *infra*, figure 4b) ainsi que celle de leur revenu du travail futur (voir *infra*, figure 4c). La méthode usuelle consiste à leur proposer d'affecter cent points entre différents taux de variation possibles sur les cinq ans à venir, à la hausse (de 0 à 10 %, de 10 à 25 %, plus de 25 %), à la baisse (mêmes tranches) ou sans changement. Elle permet ainsi de reconstituer la distribution anticipée par l'enquêté et d'en déduire sa moyenne et sa variance¹. Posées de manière identique en 2007 et en 2009, ces questions permettent notamment de mesurer

1. Placer, par exemple, cinquante points dans la tranche supérieure (hausse de plus de 25 %) et cinquante points dans la tranche inférieure (baisse supérieure à 25 %) correspond à une moyenne anticipée nulle mais à un risque (une variance) maximal – une distribution uniforme pouvant traduire, quant à elle, une incertitude totale de l'enquêté face à l'avenir...

l'impact de la crise sur les anticipations des *mêmes* épargnants, présents dans les deux vagues.¹

À titre d'exemple, la figure 4b montrera que la crise a conduit ces ménages à revoir à la baisse leur anticipation des cours boursiers : seule la moitié voit en 2009 les cours à la bourse monter en moyenne dans les cinq années qui viennent alors qu'ils étaient 56 % en 2007 : inversement, un Français sur cinq prévoit une tendance baissière alors qu'ils n'étaient que 13 % en 2007. En conséquence, le rendement moyen anticipé est, globalement, passé de 5,5 % en 2007 à 3,2 % en 2009. Nous verrons de même que les anticipations des ménages concernant l'évolution de leur revenu futur se sont détériorées au cours des deux années (voir figure 4c), et que cette vision assombrie des perspectives offertes par le marché du travail s'observe également quand on leur demande d'évaluer – sur une échelle allant de 0 à 10 – leur risque de chômage sur les cinq prochaines années.

Moins de ressources espérées, des perspectives de rendement plus faibles pour les actions, une exposition au risque augmentée aussi bien sur le marché du travail que sur le marché financier : ce pessimisme accru des ménages depuis la crise devrait les inciter, selon la théorie des choix de portefeuille, à se détourner des investissements risqués pour modérer l'ensemble des risques auxquels ils sont confrontés². Les intentions exprimées par les enquêtés confirmeront cette prédiction. En 2009, les actifs risqués sont devenus moins attractifs (voir figure 3) ; et les ménages sont plus nombreux qu'en 2007 à penser qu'il faut placer toutes ses économies sur des placements sûrs (voir figure 4a).

1. La complexité des questions explique des taux de réponse limités, si bien que l'évolution des anticipations ne peut être mesurée que pour un peu plus de la moitié des individus en panel.

2. Cette propriété de modération (ou de « substitution ») des risques supportés porte le nom technique de *tempérance* (qui fait intervenir la dérivée quatrième de l'utilité...).

LES MESURES USUELLES DES PRÉFÉRENCES À L'ÉGARD DU RISQUE ET DU TEMPS

Chaque questionnaire (de 1998 à 2009) inclut par ailleurs une série de mesures des préférences individuelles obtenues à l'aide de différentes méthodes. Les unes sont celles habituellement proposées dans la littérature récente. Les autres proviennent d'une approche originale, fondée sur une procédure de *scoring*, que nous avons élaborée dès le questionnaire Insee de 1998 et qui a subi des mises au point et améliorations successives depuis¹.

Nous ne donnerons ici que quelques exemples². En ce qui concerne les attitudes face au risque, la mesure la plus connue et la plus utilisée est celle de l'aversion relative, proposée par R. B. Barsky *et alii*³. Elle est fondée sur des choix hypothétiques de loteries concernant le revenu permanent de l'individu. Ce dernier se voit offrir différents contrats de travail à la place de celui actuel, générant un revenu de cycle de vie R : par exemple, un contrat où il a une probabilité $1/2$ de gagner $2R$ et une probabilité $1/2$ de gagner seulement $2/3 R$. La méthode permet finalement de classer les individus en quatre catégories, des moins aux plus tolérants au risque. L'enquête américaine HRS (*Health and Retirement Survey*) permet notamment un suivi longitudinal de cette mesure : Sahm, en 2008, a exploité ces données de panel pour 12 000 individus sur les années 1992-2002⁴.

1. Nous avons pris soin, cependant, de proposer des scores identiques (établis à partir des mêmes questions) dans les deux dernières vagues de Pater, en 2007 et 2009, afin d'obtenir des comparaisons pertinentes.

2. Pour une recension détaillée de ces mesures conventionnelles des préférences à l'égard du risque et du temps, qui incluent également des mesures sur données expérimentales, voir L. Arrondel et A. Masson, « French savers in the economic crisis : what has changed ? Variation of preferences or simple adaptation to a new environment ».

3. R. B. Barsky, « Preference parameters and behavioral heterogeneity : an experimental approach in the health and retirement survey ».

4. C. Sahm, « Stability in risk preference ».

Le principal avantage de cette mesure, trop artificielle mais relativement simple, est de permettre les comparaisons de l'aversion au risque d'un pays à l'autre, notamment entre la France et les États-Unis. Contrairement à une idée reçue, les tableaux 4a (population globale) et 4b (plus de 50 ans) révèlent des moyennes comparables dans les deux pays. La principale différence tient à l'hétérogénéité individuelle plus grande outre-Atlantique – avec davantage de ménages aux deux extrêmes – ce qui permettrait peut-être de dégager une minorité d'investisseurs porteurs de risque plus importante là-bas qu'ici ; mais cette hypothèse demanderait plus ample confirmation. Par ailleurs, on constate pour la France que la crise aurait sensiblement augmenté l'aversion au risque des épargnants, résultat sur lequel nous reviendrons plus loin (section 7) ; on ne dispose malheureusement pas de données équivalentes pour les États-Unis depuis la crise.

D'autres mesures de l'attitude à l'égard du risque proposent à l'enquêté de se positionner sur des échelles de Likert graduées de 0 à 10, selon la perception qu'il a de son attitude à l'égard du risque : 0 correspond à « très prudent » et 10 à « aventureux » (les deux items sont décrits avec plus de détails). Ces échelles autoévaluées variant de 0 à 10 peuvent être posées « en général » ou concerner des domaines spécifiques de la vie¹ : la santé, le sport et les loisirs, les domaines professionnel ou financier, etc.

Les mesures de la préférence temporelle pour le présent, plus précisément du taux de dépréciation du futur, sont plus fragiles comme le montre la recension peu encourageante de S. Frederick *et alii*². On dispose néanmoins d'une échelle autoévaluée de la préférence pour le présent entre 0 (« vit au jour le jour ») et 10 (« préoccupé par l'avenir »).

1. Voir T. Dohmen *et alii*, « Individual risk attitudes : measurement, determinants and behavioral consequences » et M. Ziegelmeyer, « Are survey measures of risk attitudes stable over time ».

2. S. Frederick *et alii*, « Time discounting and time preference : a critical review ».

**Tableau 4a – Aversion relative pour le risque
(en % de la population totale) : comparaison France-États-Unis**

Aversion relative pour le risque (γ)	Rejet du contrat A		Acceptation du contrat A	
	Rejet du contrat C	Acceptation du contrat C	Rejet du contrat B	Acceptation du contrat B
	$3,76 = <\gamma$	$2 = <\gamma < 3,76$	$1 = <\gamma < 2$	$\gamma < 1$
<i>États-Unis, 1996 (PSID)</i>	49,1	15,6	15,0	20,3
<i>France, 1998 (Insee)</i>	43,1	39,4	11,2	6,3
<i>France, 2007 (Pater)</i>	44,2	25,9	21,9	8,0
<i>France, 2009 (Pater)</i>	52,8	22,4	18,1	6,7

Source : enquêtes « Patrimoine », Insee, 1998 ; Pater, 2007 et 2009 ; PSID, 1996.

Tableau 4b – Aversion relative pour le risque (en % de la population totale des 50-75 ans) : comparaison France-États-Unis

Aversion relative pour le risque (γ)	Rejet du contrat A		Acceptation du contrat A	
	Rejet du contrat C	Acceptation du contrat C	Rejet du contrat B	Acceptation du contrat B
	$3,76 = <\gamma$	$2 = <\gamma < 3,76$	$1 = <\gamma < 2$	$\gamma < 1$
<i>États-Unis, 2002 (HRS)</i>	63,4	15,3	9,6	11,7
<i>France, 2007 (Pater)</i>	50,3	23,1	17,1	9,5
<i>France, 2009 (Pater)</i>	59,7	19,4	13,5	7,4

Le choix est entre un revenu certain et plusieurs contrats. Contrat A : une chance sur deux de doubler son revenu mais une chance sur deux de le voir diminuer d'un tiers. Contrat B : une chance sur deux de doubler son revenu, une chance sur deux de le voir diminuer de moitié. Contrat C : une chance sur deux de doubler son revenu, une chance sur deux de le voir diminuer d'un cinquième.

Source : enquêtes Pater, 2007 et 2009 ; HRS, 2002.

Après d'autres auteurs, nous avons mis en évidence certaines insuffisances de ces indicateurs usuels, tel leur caractère trop abstrait ou artificiel (choix de loterie) ou bien leur caractère trop général, hors contexte (échelles), ainsi que le « bruit » important affectant les réponses¹.

MESURER AUTREMENT LES PRÉFÉRENCES : L'ÉLABORATION DE « SCORES » SYNTHÉTIQUES ET ORDINAUX

C'est pourquoi nous avons initié une méthode plus originale de mesure des préférences individuelles. Elle consiste à élaborer des scores pour « profiler » les individus suivant leur appétence pour le risque et leur façon d'appréhender le futur. Mise au point sur les données de l'enquête Insee « Patrimoine 1998 » puis de l'enquête TNS-Sofres de 2002, cette méthode a été reconduite pour les deux dernières vagues Pater de 2007 et 2009.

Ces scores synthétiques et ordinaux sont calculés à partir de tout un ensemble de questions qui balaient un large éventail de domaines de la vie, comme la consommation, les loisirs, les placements, le travail, la famille, la santé, la retraite... Au total, plus d'une centaine de questions sont utilisées, de différente nature : une majorité, concrètes ou relatives à la vie de tous les jours, sont des questions de comportement, d'opinion ou d'intentions auxquelles il est relativement facile de répondre ; d'autres concernent aussi bien les réactions à des scénarios fictifs que des choix de loterie plus abstraits. À partir de ces questions, l'objectif a été de construire pour chaque enquêté des indicateurs relatifs cohérents ou « scores » de ses préférences ou attitudes dans les quatre champs distingués par la théorie (voir section 3) : le risque ou l'incertain, le long terme (préférence pour le

1. Pour une analyse critique circonstanciée, le lecteur peut se reporter à notre livre : L. Arrondel et A. Masson, *Inégalités patrimoniales et choix individuels. Des goûts et des richesses...*

présent), le court terme (impatience), la famille (altruisme) – en gardant à l'esprit que les modèles distinguent souvent plusieurs paramètres de préférence à l'intérieur d'un même champ¹.

Voici quelques exemples de questions. En matière d'attitude à l'égard du risque, on trouve aussi bien des cas anecdotiques, du genre : « Prenez-vous un parapluie lorsque la météo est incertaine ? » ou « Garez-vous votre véhicule en état d'infraction ? », que des choix de loteries ou des pratiques de consommation : « Vous arrive-t-il d'aller au spectacle un peu au hasard au risque d'être parfois déçu ? » ou aussi bien des opinions : « Êtes-vous d'accord avec l'affirmation que le "mariage est une assurance" ? » ou encore : « Êtes-vous sensible aux débats de santé contemporains (sida, sang contaminé...) ? ».

Une question de référence pour identifier le taux de dépréciation du futur est par exemple : « Suite à une charge de travail inopinée, votre employeur vous demande de reporter d'un an une semaine de vacances quitte à vous attribuer x jours supplémentaires de congé... : à partir de combien de jours de congés donnés en compensation (*i.e.* pour quelle valeur de x) accepteriez-vous l'offre ? ».

Une première étape consiste ainsi à affecter *a priori* les questions posées à l'un des quatre champs de préférence indiqués. Il y a inévitablement des recouvrements, concernant par exemple la distinction entre court terme et long terme, et plus encore le fait que le futur est à la fois incertain et éloigné du présent. Ainsi des items comme « Pensez-vous que cela vaut la peine, pour gagner quelques années de vie, de se priver de ce qui constitue pour soi les plaisirs de l'existence » et « Pour éviter des problèmes de santé, sur-

1. C'est notamment le cas pour le risque ou l'incertain : aversions au risque, à la perte ou à l'ambiguïté ; « tempérance » (dans la gestion de risque multiples) ; « pessimisme » ou « optimisme » (dans l'évaluation et la transformation subjective des probabilités), etc. (voir section 3).

veillez-vous votre poids ou votre alimentation, faites-vous du sport... », ont été affectées à la fois aux préférences à l'égard du risque et pour le présent.

Plus généralement, l'interprétation des réponses apportées à ces questions de la vie de tous les jours pose inévitablement problème en raison notamment des effets de contexte et de facteurs non pertinents : un individu tolérant au risque peut ainsi, par civisme, ne jamais se garer en zone interdite. L'idée sous-jacente est alors que seule la « moyenne » de l'ensemble des réponses aurait un sens, pourvu que l'agrégation permette d'éliminer globalement ces dimensions parasites. La méthode statistique consiste alors, dans une deuxième étape, à coder les réponses en général en trois modalités, par exemple pour la préférence pour le présent : à vue courte : - 1 ; à vue moyenne : 0 ; à vue longue : + 1 ; puis à additionner les « notes » ainsi obtenues par l'individu. Son score est enfin la somme des notes réduite aux seuls items qui se sont révélés, *ex post*, former un tout statistiquement cohérent¹.

Les scores se veulent donc des mesures agrégées, qualitatives et ordinales, supposées représentatives des réponses fournies par l'enquêté à un ensemble de questions diverses. Se pose alors le problème du nombre de scores différents à introduire à l'intérieur d'un champ de préférence donné, en particulier celui de l'incertain. La théorie (non standard) distingue en effet plusieurs paramètres de préférence à l'égard du risque. Les données expérimentales montreraient, elles, que les sujets ne répondent pas de la même manière aux petits risques et aux grands risques et que l'on ne peut donc considérer sur le même plan les réponses données à des

1. La cohérence interne des scores est mesurée par le critère dit de l'alpha de Cronbach qui élimine les questions les moins contributives. Pour plus de détails sur la méthode de construction des scores et leurs propriétés, on pourra se référer à L. Arrondel et A. Masson, « French savers in the economic crisis : what has changed ? Variation of preferences or simple adaptation to a new environment » et *Inégalités patrimoniales et choix individuels. Des goûts et des richesses...*

choix anecdotiques et à des décisions vitales. Enfin, les attitudes à l'égard du risque sont susceptibles de varier d'un domaine de la vie à l'autre : après tout, le vol en parapente et la fraude fiscale sont des activités risquées peu comparables.

Les données ont ici le dernier mot. C'est pourquoi nous avons retenu en matière de risque près d'une soixantaine de questions en 1998 et 2009, et même davantage dans la vague 2007. Or l'analyse statistique¹ conduit à un résultat remarquable : sur les quatre vagues Pater, nous avons pu vérifier qu'un seul score suffisait toujours pour caractériser de manière ordinale les attitudes de l'enquêté à l'égard du risque et de l'incertain (plutôt que, précisément, son degré d'aversion au risque ou de prudence, ou aussi bien d'aversion à la perte ou à l'ambiguïté). Conclusion moins surprenante, nous obtenons également que la préférence pour le présent, l'impatience à court terme, et l'altruisme pour les enfants peuvent être chacun caractérisé par un seul score représentatif dans chaque échantillon Pater. Cette constance des résultats révèle déjà la robustesse de la méthode de scoring que nous avons utilisée.

QUE NOUS APPRENNENT LES MESURES DES PRÉFÉRENCES DES ÉPARGNANTS ?

Cette robustesse d'une enquête à l'autre qui conduit à distinguer quatre scores de préférence s'étend aux déterminants individuels des scores, à leurs corrélations et à leurs effets sur le montant de patrimoine ou les demandes d'actifs².

1. Mesures de l'alpha de Cronbach, analyses en composantes principales, corrélations des sous-scores par domaine de la vie (santé, famille, consommation...), etc.

2. Voir l'annexe (*infra*, p. 95 sq.) qui montre la supériorité des scores par rapport aux autres mesures de préférence : ces indicateurs synthétiques présentent l'avantage décisif de s'apparenter à une collection d'instruments naturels.

Les hommes sont plus tolérants au risque que les femmes, les jeunes plus que leurs aînés, et de même les enfants d'indépendants. Les gens mariés et les entrepreneurs individuels ont également une plus grande tolérance au risque (mais l'éducation ne favorise pas toujours la prise de risque). Si l'origine sociale n'a guère d'effet sur la préférence temporelle, l'enquêté « voit » toujours à plus long terme s'il est âgé, diplômé, en couple et qu'il a des enfants (et si c'est une femme). Par ailleurs, on observe une héritabilité des préférences des parents aux enfants, qu'il s'agisse de l'attitude à l'égard du risque, de la préférence pour le présent ou du degré d'altruisme intergénérationnel. Enfin, en terme de corrélations, la moindre tolérance au risque va avec une vision de plus long terme (corrélation de 0,4).

Le score de préférence temporelle a l'effet le plus important sur le montant de patrimoine, dans le sens attendu par la théorie : la vision de long terme favorise l'accumulation. Le score de « risquophobie » a, lui, sans surprise, le plus fort impact négatif, toutes choses égales d'ailleurs, sur la possession d'actions. Ces effets quantitatifs sont loin d'être négligeables. Ainsi, dans l'explication des inégalités de patrimoine (à autres caractéristiques données), les différences de préférence individuelles viennent-elles après les quatre variables de référence (revenu, âge, niveau social et héritage) mais avant la situation matrimoniale, le diplôme ou l'origine sociale. Et une décomposition de l'inégalité (selon l'indicateur de Theil) montre que l'hétérogénéité des préférences contribue pour 10 à 15 % aux disparités de patrimoine.

Crise ou pas crise, la conclusion qui se dégage de ces résultats a trait à la forte hétérogénéité individuelle des préférences, hétérogénéité qui contribue de plus à expliquer de manière significative les disparités de richesse et de comportements patrimoniaux observés à un moment donné. Cette conclusion est partagée par les travaux étrangers (américains, hollandais ou allemands), qui mettent en lumière les mêmes déterminants individuels en coupe instantanée : en particulier, la tolérance au risque apparaît plus

élevée chez les jeunes et chez les hommes et se « transmet » des parents aux enfants¹.

En outre, les effets des préférences sur les comportements patrimoniaux vont en général dans le sens prédit par la théorie (voir section 3), pourvu que l'on tienne compte de l'exposition au risque subie par ailleurs et de la nature des projets patrimoniaux poursuivis par le ménage. On ne comprend pas autrement que les retraités, plus averses au risque, aient néanmoins, à patrimoine donné, autant ou plus d'actions que leurs homologues en activité. La différence de probabilité de détention au sein des indépendants s'expliquerait ainsi par le fait que ceux en activité ont à gérer un patrimoine professionnel déjà risqué, ce qui les conduit à modérer les autres risques. Plus généralement, les actions sont mieux adaptées aux projets orientés vers la consommation des vieux jours ; elles conviennent moins pour la constitution de l'apport personnel par un jeune ménage en vue d'acquérir le logement ou la maison désiré².

1. C. Sahm (« Stability in risk preference ») mesure l'aversion au risque sur les données américaines du *Health Retirement Survey* à partir de choix hypothétiques de loteries. T. Dohmen et alii (« Individual risk attitudes : measurement, determinants and behavioral consequences ») et M. Ziegelmeyer, « Are survey measures of risk attitudes stable over time ») utilisent des échelles autodéclarées de 0 (« très prudent ») à 10 (« aventureux ») sur différentes données allemandes. H. M. Von Gaudecker et alii (« Heterogeneity in risky choice behaviour in a broad population ») recourt à des mesures expérimentales sur données hollandaises.

2. Pour le jeune ménage, les risques sont en effet asymétriques : des cours boursiers favorables ne font qu'accélérer l'accession à la propriété alors qu'une mauvaise tenue de la bourse peut faire avorter le projet immobilier qui lui tient à cœur : le risque subi est donc autant « existentiel » que financier (voir A. Masson, « La vie pour l'épargnant ne se réduit pas à un exercice de calcul : 2. Les apports d'une approche existentielle du cycle de vie »).

LEÇONS PROVISOIRES POUR LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Quel statut accorder aux préférences individuelles dans l'analyse des comportements des épargnants ? Nous venons de voir déjà qu'elles présentaient des différences notables entre individus, différences qui s'expliquent – pour une petite partie – par des caractéristiques observables (âge, sexe, etc.). Mais pour la conduite de la politique économique, il importe encore de savoir, d'une part, comment ces préférences évoluent dans le temps (à quoi sont-elles sensibles, pour un même individu) et, d'autre part, comment elles diffèrent d'un pays à l'autre (et pour quelles raisons). Les leçons qui suivent sont « provisoires » au sens où elles sont tirées de données d'avant la crise.

Le suivi au cours du temps des préférences des mêmes individus n'est disponible que dans deux études en panel et pour la seule tolérance à l'égard du risque estimée à partir de mesures (loteries ou échelles) imparfaites. Pour les États-Unis, sur la période 1992-2002, C. Sahm obtient une stabilité sur le court-moyen terme de l'aversion relative au risque qui augmenterait cependant – mais peu – avec l'âge¹ et aussi avec une détérioration de l'environnement macroéconomique : les autres facteurs démographiques et socioéconomiques auraient un effet significatif sur les disparités de l'aversion au risque *entre* individus, mais pas sur ses variations au cours du temps pour un même individu (chômage et divorce sont ainsi sans effet). Entre 2006 et 2007, M. Ziegelmeier conclut également pour l'Allemagne à une stabilité temporelle des aversions au risque dans différents domaines (santé, carrière, sports ou loisirs, finances) : leur moyenne et leur distribution ne se modifient pas d'une année sur l'autre².

1. C. Sahm, « Stability in risk preference ». Sur données longitudinales, nous obtenons ce même effet positif, mais modeste, de l'âge sur le score de risque entre 2002 et 2007 (800 individus) et de même entre 2002 et 2009 (600 individus).

2. M. Ziegelmeier, « Are survey measures of risk attitudes stable over time ».

Stabilité temporelle (hors crise majeure) des préférences, pouvoir explicatif modeste des caractéristiques observables sur leurs différences entre individus : ces conclusions renvoient à l'adage *De gustibus non est disputandum*, titre du célèbre article de Stigler et Becker en 1977. Une telle recommandation constitue un garde fou salutaire contre la tendance rémanente à invoquer des différences ou des variations de préférences individuelles pour expliquer telle ou telle évolution. Ainsi, on entend souvent avancer que le vieillissement démographique – soit une augmentation de la part des personnes âgées – conduit à des populations plus « frileuses » ou « timorées ». Or cet effet de composition, d'ampleur modeste, joue tout au plus un rôle secondaire : l'impact du vieillissement est beaucoup plus lié à la pression exercée sur les dépenses sociales de retraite et de dépendance, voire de santé, et aux conséquences éventuelles qui pourraient en résulter sur le devenir de l'État-providence.

Il en va de même des différences de préférences entre pays. Une antienne à la mode dénonce ainsi les anomalies de la vieille Europe qui serait caractérisée par une aversion au risque très élevée conjuguée à une demande de protection sociale forte : il n'y aurait alors plus personne pour se livrer aux investissements risqués et à long terme que requiert la croissance économique. La comparaison de l'aversion au risque en France et aux États-Unis reproduite aux tableaux 4a et 4b (fondée sur des choix hypothétiques de loteries, certes imparfaits, décrits plus haut), conduit cependant à des moyennes similaires même si l'hétérogénéité individuelle est plus élevée outre-Atlantique. Par ailleurs, une meilleure couverture des risques sociaux en France devrait conduire, *ceteris paribus*, à en prendre davantage sur les marchés financiers. En réalité, la part plus élevée d'actionnaires américains s'explique sans doute davantage par des différences institutionnelles et culturelles entre les deux pays que par une moindre tolérance au risque de nos compatriotes.

5. Le ressenti de la crise : l'Allemagne aux antipodes des États-Unis ?

La crise actuelle, la plus importante depuis 1929, a-t-elle remis en cause tout ce que nous croyions savoir sur les préférences et les comportements des épargnants, leurs disparités entre individus ou entre pays ? Il s'agit de répondre successivement à une série de questions : (i) quels pays ont été les plus touchés par la crise et, à l'intérieur de chaque pays, quels segments de la population ont été surtout affectés ? (ii) les comportements des épargnants (en particulier les plus touchés d'entre eux) se sont-ils sensiblement modifiés, et dans quelles directions ? Supposons que l'on réponde par l'affirmative à cette dernière question – ce qui sera le cas. Dans la mesure où les comportements résultent de l'interaction entre les préférences du ménage à l'égard du risque ou du temps et de ses perceptions et anticipations de sa situation et du monde présent et futur, deux autres suivent immédiatement : (iii) ces perceptions et anticipations relatives aussi bien à son revenu futur ou à sa probabilité propre de chômage qu'au rendement et au risque des valeurs mobilières ont-elles significativement varié depuis le début de la crise ? (iv) et, enfin, les préférences des épargnants ont-elles elles mêmes profondément changé, faisant apparaître leur relative stabilité sur la période précédente comme un phénomène particulier, propre à une période révolue ?

Les jalons théoriques posés à la section 3 dictent les réponses à ces questions dès que l'on dispose des données microéconomiques en panel requises, qui permettent de suivre en parallèle, pour les mêmes individus, l'évolution de leurs comportements patrimoniaux, de leurs anticipations et de leurs préférences avant et pendant la crise. Outre le panel français Pater, de telles données, représentatives à l'échelon national, sont disponibles (et encore incomplètes) uniquement pour deux autres pays très différemment touchés par la crise : les États-Unis et l'Allemagne. Nous y ajouterons une étude britannique beaucoup plus étroite, qui portent sur les seuls clients, plutôt aisés, de la banque privé *Barclays Wealth*, mais qui présente un intérêt

pédagogique certain puisqu'elle distingue clairement les évolutions des choix de portefeuille, de l'attitude à l'égard du risque, et des anticipations à court terme du rendement et du risque affectant les cours boursiers en général et le portefeuille des clients en particulier.

Cette section et la suivante sont consacrées aux questions (i) à (iii) concernant le « vécu » de la crise, les réactions des ménages et les révisions de leurs anticipations. La section 7 traitera enfin du changement éventuel des préférences.

Rappelons tout d'abord comment, selon les données de comptabilité nationale des quatre pays concernés, les patrimoines des ménages ont globalement « encaissé » la crise financière et ses répercussions : chute des prix des actifs et du logement, modification des taux d'épargne, impact différencié selon la composition des portefeuilles (voir section 2). Sur les figures 2a à 2d qui concernent les années 2000 à 2009, les quatre courbes du haut montrent, en moyenne par ménage, le patrimoine brut, le patrimoine net, le patrimoine financier et le patrimoine non financier.

Que s'est-il passé en 2008 ? En France (figure 2a), la baisse de la richesse moyenne brute des ménages a été de 4 %, celle des actifs financiers de 7 % et celle de l'immobilier de 3 %. Chaque ménage aurait donc vu son patrimoine brut diminuer en moyenne d'environ 16 000 euros dont plus de 9 000 euros en avoirs financiers. En Allemagne (figure 2b), le patrimoine brut moyen des ménages est resté stable : les pertes financières modérées (4 000 euros en moyenne) ont été compensées par une hausse d'ampleur comparable des avoirs immobiliers. Les pertes dans les deux pays anglo-saxons sont bien supérieures. Ainsi aux États-Unis (figure 2c), la baisse relative des différentes composantes de la richesse des ménages américains s'étagait entre 15 et 20 % : le patrimoine brut a diminué en moyenne d'environ 130 000 dollars dont plus de 90 000 dollars de pertes financières. Au Royaume-Uni (figure 2d), les ménages auraient perdu plus de 10 % de leurs patrimoines brut ou financier, ce qui correspondrait à des pertes moyennes d'environ 36 000 livres et 16 000 livres, respectivement.

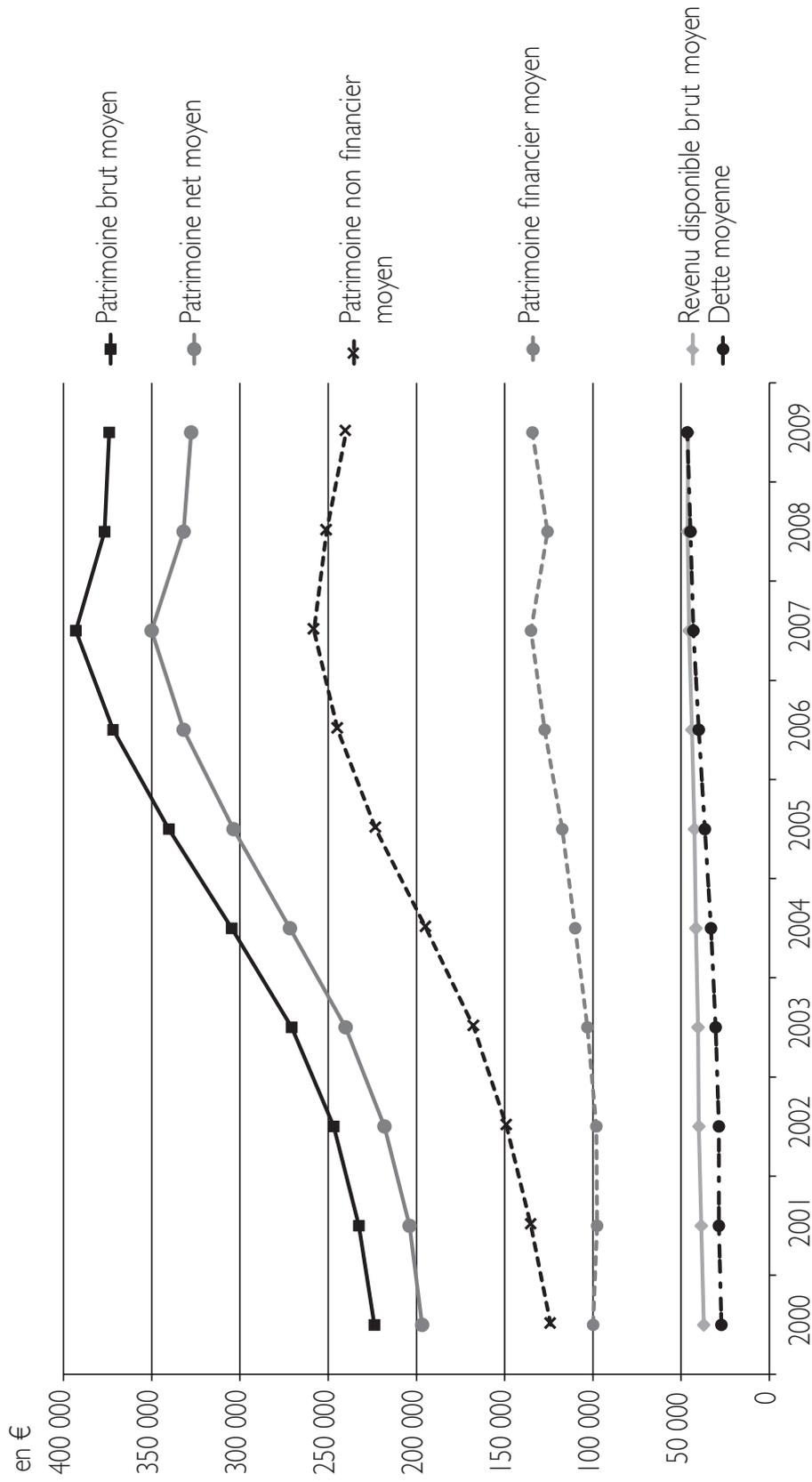


Figure 2a – Le patrimoine des ménages en France.

Source : comptes nationaux.

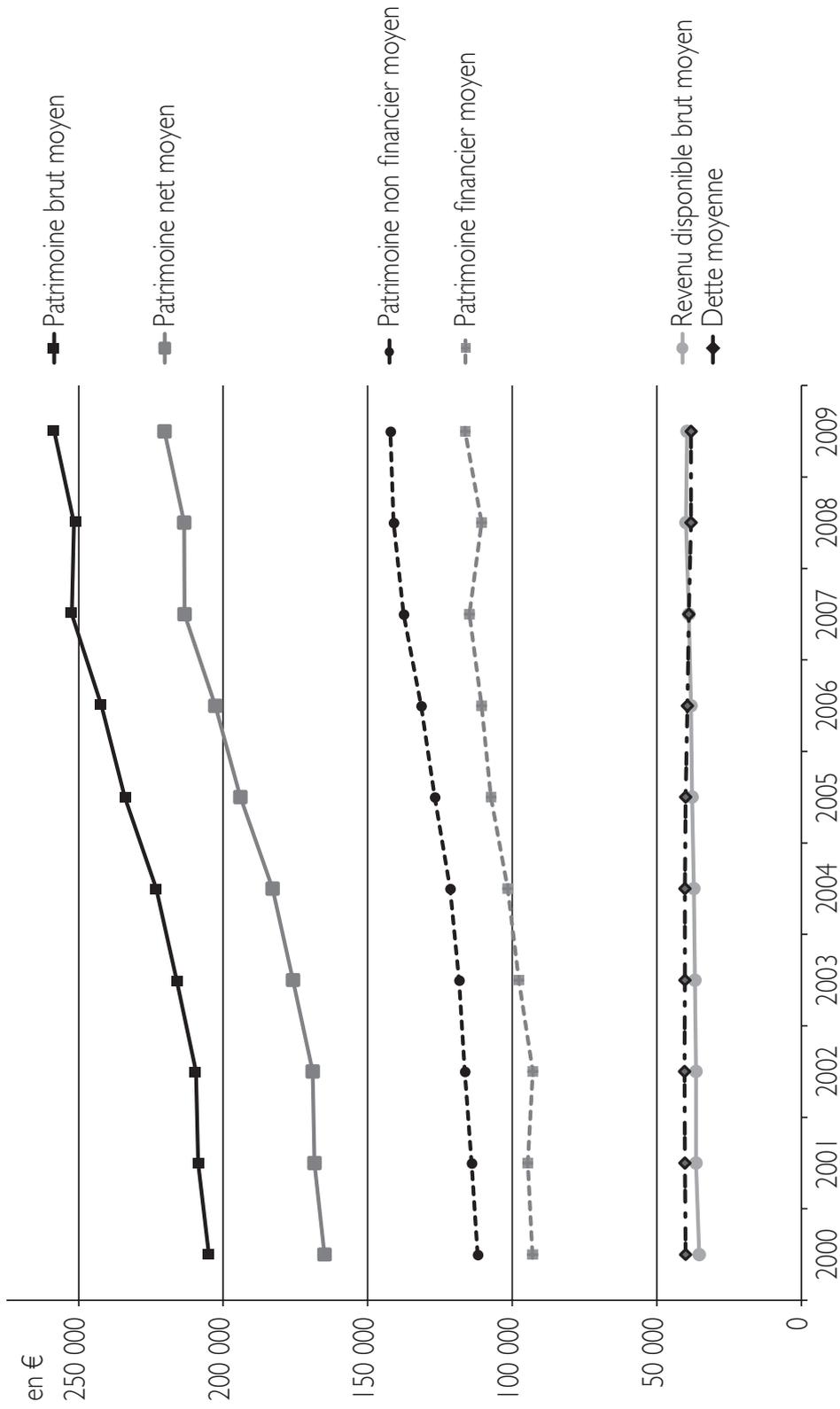


Figure 2b – Le patrimoine des ménages en Allemagne.

Source : comptes nationaux.

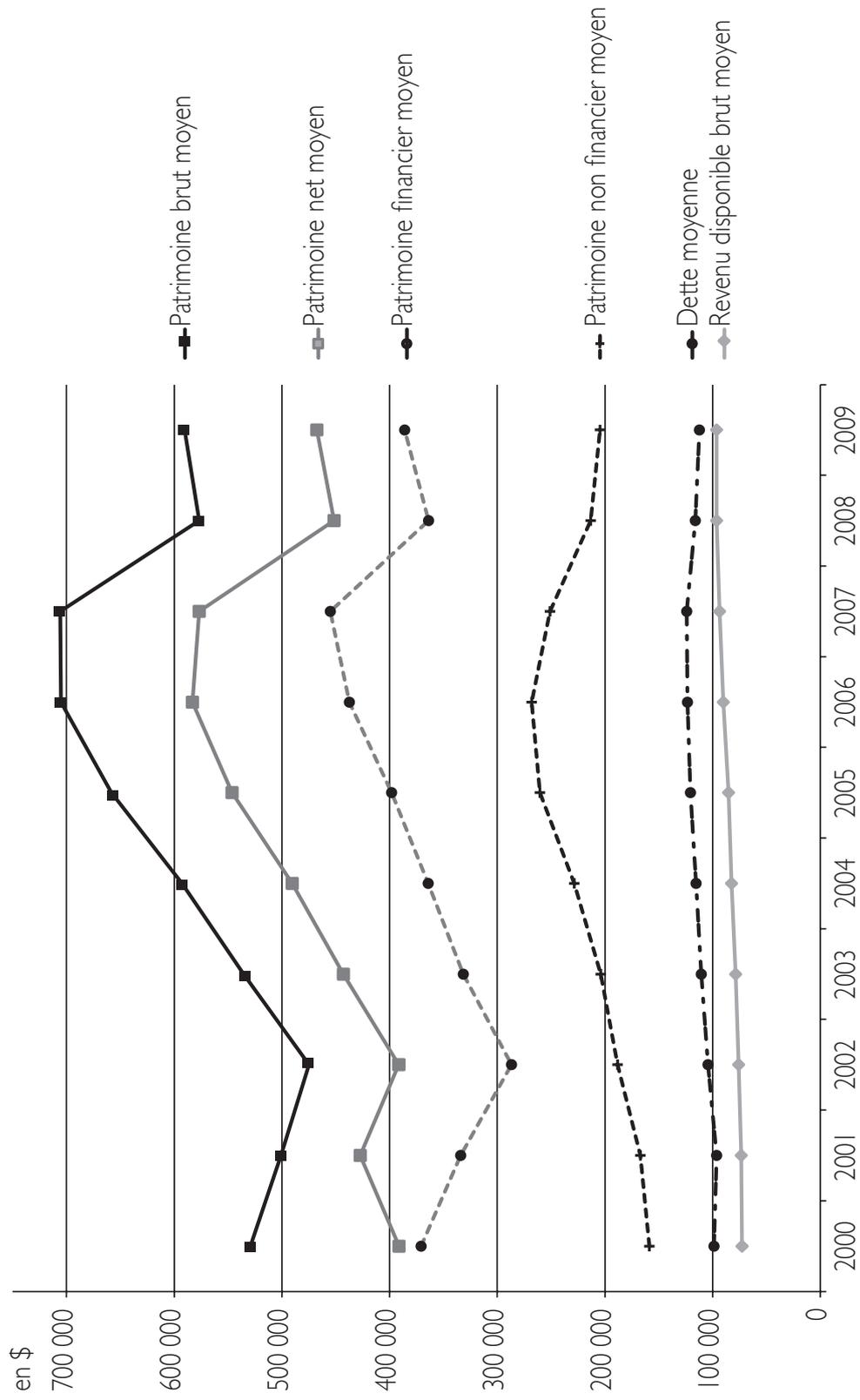


Figure 2c – Le patrimoine des ménages aux États-Unis.

Source : comptes nationaux.

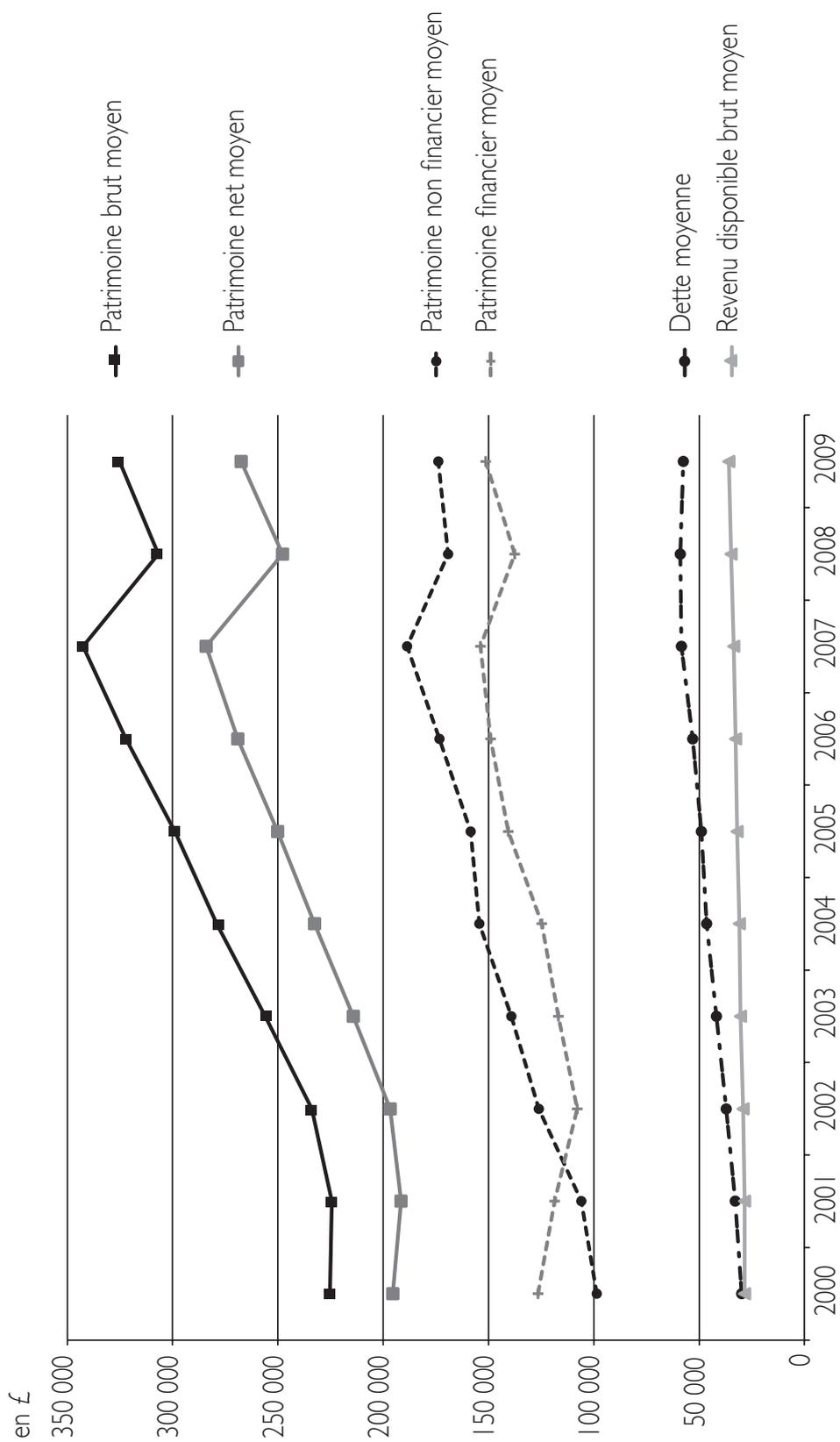


Figure 2d – Le patrimoine des ménages au Royaume-Uni.

Source : comptes nationaux.

En 2009, on constate que la baisse des patrimoines a été au moins endiguée dans les quatre pays. Si l'on fait le bilan global 2007-2009 des conséquences de la crise sur la richesse des ménages, les divergences apparaissent clairement, opposant aux deux extrêmes l'Allemagne et les États-Unis : hausse des patrimoines allemands qui semblent avoir bien encaissé le choc ; diminution modérée en France mais aussi au Royaume-Uni, en raison d'une remontée sensible du patrimoine financier et même immobilier en 2009 ; dégradation notable des patrimoines américains, à peine atténuée par la légère augmentation du patrimoine financier en 2009.

La question est de savoir si les données individuelles représentatives dans les trois pays sur le vécu et les réactions des ménages à la crise confirment ce constat provisoire : la France occuperait une position intermédiaire entre les situations allemande et américaine, aux profils très différents.

DES MÉNAGES ALLEMANDS EN MAJORITÉ PEU TOUCHÉS PAR LA CRISE ?

Si les cours boursiers allemands (index DAX) ont enregistré des évolutions similaires à celles observées dans d'autres pays en 2008 et 2009, il n'en a pas été de même dans deux autres domaines (voir section 2) :

- Les prix immobiliers n'ont connu aucune bulle ni implosion : pour un indice 100 en 2003, les prix s'étagent entre 106 et 108 du début 2008 au premier trimestre 2010, avec une très faible tendance à la baisse.
- Le taux de chômage est aujourd'hui plus faible encore qu'au début de la crise, sous les 7 %, et il n'est jamais monté au dessus de 8,5 % depuis lors. Ce résultat est d'autant plus remarquable que ce taux dépassait 12 % au début de 2003 et encore 10 % deux ans plus tard, dans un contexte de modération ou d'austérité salariale et de flexibilité accrue du marché du travail (*Hartz 4*). La possibilité pour les entreprises d'utiliser le matelas des profits accumulés avant la crise et, surtout, la réduction du temps de travail permise notamment par le développement considérable du chômage partiel (*Kurzarbeit*) expliquent une telle résistance de l'emploi en Allemagne – au détriment certes du niveau des salaires.

Par ailleurs, la chute de la bourse de 2008 est fortement endiguée en 2010 et n'a eu globalement, de toute façon, qu'une incidence limitée si l'on tient compte de la diffusion relativement modeste des actions. Est-ce à dire que les ménages allemands ont été paradoxalement peu touchés par la crise ?

Pour le savoir, l'institut de recherche MEA de Mannheim sur l'économie du vieillissement a lancé depuis 2001 un panel représentatif de 2 900 ménages allemands sur les comportements d'épargne et les choix de portefeuille. Pour chaque ménage, on dispose d'informations détaillées tant sur le plan financier (ressources, épargne, détention d'actifs patrimoniaux) que sur leurs caractéristiques démographiques et psychosociologiques. Dénommée Save¹, cette enquête constitue depuis 2006 un panel très stable interrogé par questionnaire postal à un rythme annuel, soit chaque printemps. Les résultats disponibles concernent les vagues 2006 à 2009 et incorporent donc l'épisode de la crise². L'enquête 2009 demandait également aux ménages d'estimer le montant de leurs pertes éventuelles de richesse, si la crise financière et économique les avaient affectés au plan professionnel – baisse de revenu, perte d'un emploi, réduction du temps de travail, incertitude plus grande de l'emploi –, ainsi que leurs réactions à la crise en terme d'épargne et de choix de placements.

Il n'y a pas d'informations sur les anticipations de revenu ou de prix d'actifs. Mais les différentes vagues de Save ont demandé aux ménages de se positionner sur des échelles de prise de risque, graduées de 0 à 10, séparément dans cinq domaines : santé, carrière, financier, sport/loisirs, conduite automobile. Même si l'information fournie par les échelles de Likert auto-déclarées est relativement fruste (voir section 4), il est donc possible de savoir comment les préférences à l'égard du risque d'un même individu ont évolué pendant la crise.

1. Save pour Sparen und Altersvorsorge in Deutschland.

2. A. Börsch-Supan *et alii*, « The effects of the financial crisis on German households » ; M. Ziegelmeyer, « Are survey measures of risk attitudes stable over time ».

Comment les ménages allemands ont-ils été affectés par la crise ? En juin 2009, 23 % seulement déclarent des pertes en patrimoine dues à la crise, surtout parmi les bas revenus et les fortunes modestes, les jeunes et les salariés du privé¹ ; et 25 % déclarent avoir été affectés par des baisses de revenus (qui concernent d'abord les hauts revenus et patrimoines), ou encore par une réduction du temps de travail, la perte d'un emploi ou une plus grande incertitude de ce dernier – ces trois facteurs touchent surtout les revenus ou patrimoines modestes. Au bilan, plus des deux tiers des ménages auraient traversé la « grande récession » sans encombre².

S'agissant des réactions à la crise en termes de patrimoine, 12 % des ménages déclarent épargner davantage, 7 % avoir réduit leur épargne, 52 % n'avoir pas changé (les autres ne savent pas). Par ailleurs, 11 % investissent davantage dans des actifs plus sûrs, 44 % détiennent le même portefeuille, et un pourcentage négligeable s'est orienté vers des placements plus risqués (45 % ne savent pas...).

Bref, si on se fie à leurs déclarations, les ménages allemands s'estiment le plus souvent peu touchés par la crise et n'ont eu en conséquence que des réactions limitées, augmentant quelque peu leur épargne de précaution et adoptant des choix de portefeuille moins risqués. A. Börsch-Supan et alii tentent de modérer cette belle insouciance en faisant remarquer que la crise aurait engendré des effets permanents sur les pensions de retraite, tant publiques que privées : différents scénarios de simulation les amènent ainsi à conclure à une baisse permanente comprise entre 3 et 8 % pour les pensions privées en capitalisation et de même à une diminution de 5,5 à 8 % des retraites publiques en répartition³.

1. 9 % des ménages déclarent des pertes de richesse supérieures à 10 % du montant de patrimoine initial et 2 % des ménages des pertes supérieures à 50 %.

2. Par comparaison, on verra que seule une moitié des ménages français estime être sorti « indemne » de la crise.

3. A. Börsch-Supan et alii, « The effects of the financial crisis on German households ».

LES MULTIPLES SEGMENTS DE LA POPULATION AMÉRICAINE AFFECTÉS PAR LA CRISE : PROPRIÉTAIRES, ACTIONNAIRES, CHÔMEURS, (FUTURS) RETRAITÉS

La crise a commencé plus tôt aux États-Unis. La chronologie mérite d'être rappelée. Les prix de l'immobilier amorcent leur descente dès le milieu de l'année 2006 et plongent moins d'un an plus tard jusqu'au printemps 2009¹. Quand l'économie entre en récession, dès le mois de décembre 2007, le taux de chômage n'est encore que de 5 %, mais les prix des actions commencent à baisser : entre octobre 2007 et octobre 2008, la bourse chute de 37 % (dont 17 % uniquement pour le mois d'octobre 2008). Le taux de chômage qui a assez bien résisté jusque là, augmente brusquement, de 6,2 % en septembre 2008 à plus de 10 % en octobre 2009 et tangente cette valeur depuis lors.

Autrement dit, les ménages américains ont subi, pour la première fois depuis longtemps, trois chocs de grande ampleur presque simultanés, sur les marchés de la bourse, de l'immobilier et de l'emploi². Ces chocs sont en outre intervenus dans un environnement peu propice. On a assisté à une transition accélérée des plans de retraite à prestations définies, qui protègent mieux leurs titulaires, vers des plans à cotisations définies où ces derniers supportent l'essentiel des risques. L'envolée des emprunts

1. Bien sûr, les situations sont très disparates d'une ville ou d'une région à l'autre : les prix n'ont guère bougé depuis 2003 à Denver, se sont écroulés à Détroit (indice 60 par rapport à 2003) ; à Phoenix comme à Los Angeles, ils ont beaucoup monté (presque doublé en 40 mois) avant de revenir à des valeurs proches de 2003.

2. Lors de la récession de 2001, provoquée par l'effondrement de la bourse, le taux de chômage n'était monté que de 4,3 % à 5,5 %, et la hausse des prix de l'immobilier s'était limitée à 4 %. Lors de celle de 1981-1982, le taux de chômage avait augmenté de 7,2 % à 10,8 %, mais les prix de l'immobilier n'avaient guère bougé et la bourse était en hausse (voir M. Hurd et S. Rohwedder, « Effects of the financial crisis and great recession on American households »).

immobiliers, couplée à la faiblesse des apports personnels, a entraîné une augmentation des ménages à patrimoine immobilier négatif et multiplié les cas de saisie (*foreclosure*). Dans ce contexte sombre, la moitié des ménages qui possèdent des actions (directement ou non) n'a pu compter sur ce matelas financier pour amortir les chocs professionnels ou immobiliers, tout au contraire. Il s'ensuit que de nombreuses catégories de ménages américains, dans des situations fort diverses (propriétaires, actionnaires, chômeurs, revenus modestes, épargnants pour la retraite, etc.) sont susceptibles d'avoir été assez durement touchés par la crise dans un pays où les inégalités de revenu et de patrimoine sont particulièrement élevées, beaucoup plus qu'en Europe continentale.

Les données utilisées pour étayer ce constat sont au départ issues de l'*American Life Panel* (ALP) lancé par la Rand en 2003 : tirés de l'enquête de l'université du Michigan (consacrée aux attitudes des consommateurs américains), quelque 2 500 individus sont interrogés par Internet¹ à des dates rapprochées, ce qui permet, pour les chercheurs, de suivre de près leurs réactions au cours du temps et de monter de multiples expériences à retour rapide. Les membres du panel ont été ainsi soumis à une série de modules concernant tant les capacités cognitives, leur compétence financière, leur état de santé, que les préférences à l'égard du risque (mesurées à partir de choix hypothétiques de loteries). Depuis novembre 2008, Hurd et Rohwedder ont mis au point un questionnaire ALP complémentaire qui inclut, entre autres informations supplémentaires : des indicateurs de satisfaction, d'état de santé et « d'affect » ; la situation vis-à-vis du marché du travail, actuelle et anticipée ; la situation en matière de logement et les anticipations de prix immobiliers ; les transactions et les pertes éventuelles récentes concernant les actions ainsi que les anticipations relatives aux cours boursiers (à 1 an et à 10 ans) ; l'impact de la crise sur l'épargne

1. L'échantillon est censé être représentatif de la population américaine : aussi, les personnes sans accès à Internet en ont été dotées.

retraite ; les stratégies d'accumulation projetées, etc. Ce panel permet un suivi longitudinal serré des chocs subis, des perceptions de la crise et des réactions des ménages, mais pas des préférences à l'égard du risque, mesurées seulement en novembre 2008¹.

Hurd et Rohwedder ont défini les ménages en « détresse financière » (*financial distress*) comme ceux satisfaisant au moins à l'un des trois critères suivants : chômage actuel (d'un des conjoints) ; valeur nette du logement négative – la dette immobilière dépasse la valeur de l'habitation² ; retard de remboursement d'emprunt immobilier de plus de deux mois ou saisie du logement. Ces critères ont tendance à se cumuler : une valeur nette négative du logement est associée à une probabilité de chômage sensiblement plus élevée et s'accompagne d'un risque de défaut de remboursement quatre fois plus fréquent. Le pourcentage de ménages globalement concernés par cette détresse financière, initialement de 13,2 % en novembre 2008, monte à plus de 17 % certains mois et atteint encore 16,8 % en avril 2010 ; il est sans surprise plus élevé chez les jeunes et au sein des catégories modestes. Mais le plus intéressant concerne le pourcentage cumulé sur la période d'étude : près de 40 % des ménages américains ont subi une période de détresse financière au cours des 18 mois enquêtés (novembre 2008-avril 2010).

Par ailleurs, l'épargne pour la retraite a été durablement affectée : en novembre 2008, un quart des ménages quinquagénaires déclarent avoir perdu plus de 35 % de leurs avoirs dans ce domaine. D'autres ont dû prendre leur retraite plus tôt que prévu suite à un chômage.

1. Un second point, permettant de comparer ces préférences individuelles avant et pendant la crise, devrait être obtenu dans le module relatif au patrimoine prévu prochainement.

2. Près de 11 % des ménages subissait une valeur nette du logement négative en mars 2009, le pourcentage montant à plus de 15 % chez les moins de 35 ans, contre moins de 8 % chez les plus de 50 ans.

Ces évolutions dramatiques devraient-elles bientôt se terminer ? Les données macroéconomiques donnent quelque espoir. La récession américaine a officiellement pris fin en juin 2009. Effectivement, depuis l'automne 2009, le taux de chômage n'augmente plus, les prix immobiliers sont stables, la bourse est sur une tendance plutôt haussière (après un rebond substantiel entre mars et septembre 2009) et la consommation ne décroît plus. Les sentiments et les anticipations des ménages reflètent cet état de fait. L'indicateur de confiance des ménages américains (université du Michigan), après avoir atteint des niveaux bas historiques dès juillet 2008, a un peu remonté après juillet 2009.

Les données individuelles de la Rand montrent des évolutions moyennes comparables pour les anticipations des ménages mais dressent un constat moins optimiste. La probabilité subjective de perte d'emploi sur un an, qui a culminé à 22 % en mai 2009, n'est redescendue qu'à 18 % en avril 2010. Les anticipations à court terme concernant les prix de l'immobilier et des actions sont un peu moins sombres aujourd'hui mais restent typiquement très pessimistes par rapport aux données historiques. En outre, les anticipations à plus long terme concernant l'évolution de la bourse (sur 10 ans) se seraient continuellement détériorées. Pour Hurd et Rohwedder, la fin officielle de la récession laisse malgré tout peu d'espoir d'amélioration aux ménages américains. Certes, la situation économique du ménage typique ne se dégrade plus, mais elle demeure à un niveau historiquement bas et toujours préoccupante. C'est pourquoi les auteurs concluent que, définie en termes de niveaux plutôt que de taux de variation, la « grande récession » n'est pas terminée pour la majorité de la population américaine.

6. France : une situation intermédiaire entre l'Allemagne et les États-Unis

Selon les données macroéconomiques de la comptabilité nationale, l'impact de la crise sur la France la placerait dans une situation médiane entre l'Allemagne, qui s'en sort relativement indemne, et les États-Unis, plus durement et longuement affectés. Les panels individuels confirment les situations contrastées de ces deux pays. Qu'en est-il pour la France ?

Comment l'épargnant a-t-il réagi à cette crise, face aux aléas boursiers, au durcissement des conditions de crédit et aux anticipations de baisse des prix des logements, aux perspectives économiques alarmistes relatives au pouvoir d'achat et au chômage ? On sait que le taux d'épargne des Français est resté à des niveaux élevés (autour de 15 % depuis une quinzaine d'années mais de 5 % seulement pour la composante financière) et a même augmenté en 2009 pour atteindre 16,3 % du revenu disponible brut des ménages (6,8 % pour l'épargne financière). Parallèlement, le taux de croissance de la consommation qui oscillait autour de 4 % depuis 2001 a plafonné à 0,6 % en 2009 et n'est remonté qu'à 1,6 % en 2010.

Les informations, recueillies à un niveau individuel par les deux vagues de l'enquête Pater réalisées en mai 2007 et juin 2009 sur des échantillons de 3 800 ménages représentatifs de la population française permettent d'affiner ce constat d'ensemble en montrant comment les ménages français ont diversement ressenti et vécu la crise financière. Près de 2 250 ménages ont en effet été suivis entre les deux dates ; par ailleurs, la vague de 2009 comprend tout un module sur les réactions des ménages à la crise.

LES MÉNAGES FRANÇAIS PRENNENT MOINS DE RISQUE DANS LEURS CHOIX FINANCIERS

La distribution de la population en fonction du niveau de richesse financière montre peu de changement avant et après la crise financière de 2008 : pour les ménages ayant répondu aux deux enquêtes, seuls les plus riches (plus

de 150 000 euros) ont vu leur nombre augmenter. Parmi les investisseurs en bourse les mouvements ont été plus marqués : on dénombre davantage de petits détenteurs (montant investi en actions inférieur à 15 000 euros) mais aussi plus de gros actionnaires (montant supérieur à 150 000 euros), signe d'un accroissement des inégalités parmi les actionnaires sur la période.

Ces évolutions sont confirmées par les sentiments des ménages eux-mêmes quant à leurs avoirs patrimoniaux : un tiers estime que son patrimoine financier a diminué pendant la crise mais 6 % d'entre eux considèrent que ce dernier a augmenté malgré la conjoncture, le reste jugeant qu'il n'a pas été affecté. Le verdict est encore plus net chez les actionnaires : les trois-quarts déclarent que leur portefeuille a baissé, mais ils sont néanmoins 4,5 % à avoir vu leurs titres prendre de la valeur (un sur cinq n'a pas vu d'évolution). Le constat sur l'estimation de la résidence principale est plus partagé : ils sont aussi nombreux à avoir vu leur maison prendre de la valeur qu'en perdre (40 %), les autres (20 %) ne voyant aucun changement.

L'enquête de juin 2009 fournit par ailleurs certaines informations subjectives sur le vécu de la crise. À la question « Aujourd'hui, diriez-vous que la crise vous concerne personnellement », 50 % des ménages répondent qu'ils se sentent beaucoup ou assez concernés, surtout parmi les ménages âgés de 40 à 60 ans, n'ayant pas de hauts diplômes et disposant de faibles ressources (en patrimoine et en revenu). L'autre moitié, qui surferait sur la crise, concerne plutôt, parmi les jeunes (moins de 30 ans) et les vieux retraités (plus de 70 ans), les sujets fortement diplômés (troisième cycle ou grandes écoles), avec des ressources suffisantes en patrimoine (au moins 30 000 euros de richesse financière) et en revenu du travail ou retraite (supérieures à 2 700 euros mensuels). Cette dualité rappelle la structure en deux classes de la population française souvent invoquée par les analystes en sciences sociales : d'un côté, le « secteur protégé » des ménages n'ayant pas (encore ?) subi la crise, auxquels viennent se joindre les ménages fortunés ayant les capacités de réagir à la conjoncture ; et, de l'autre, le « secteur exposé » regroupant les victimes de la crise.

Par ailleurs, un ménage sur deux pense que la crise va avoir des conséquences négatives « très importantes » ou « assez importantes » sur son patrimoine et sur ses revenus, près de deux sur trois anticipent une hausse de l'inflation et un tiers craint pour son emploi. Ces perspectives négatives se retrouvent également sur les dépenses de consommation : près des deux tiers des enquêtés pensent qu'en raison de la crise il est « très probable » ou « assez probable » qu'ils devront baisser leur niveau de vie dans l'année qui vient.

La segmentation secteur exposé/secteur protégé ressort également des réponses à la question : « Diriez-vous que, depuis la crise financière, vous êtes devenus plus prudent, moins prudent, ou vous n'avez pas changé ». La moitié des ménages n'a pas changé, et l'autre (48 %), qui se recrute principalement parmi les classes les plus défavorisées – peu diplômées, à faibles revenus – se déclare plus précautionneuse (un pourcentage minime est prêt à prendre plus de risque). Par ailleurs, 45 % des ménages, appartenant en majorité à ces milieux modestes, se déclarent également plus sensibles au long terme, alors que seulement 1 % se définit comme plus myope (la moitié ne voit pas de changement). Enfin, dans un autre registre, un ménage sur cinq se révèle plus solidaire envers autrui alors qu'inversement, un sur dix se replie sur lui-même, les deux tiers restants n'ayant pas changé.

Toujours dans la même enquête de juin 2009, les ménages étaient interrogés sur leurs intentions futures en matière d'investissements financiers ou immobiliers. Parmi les ménages qui mettent de l'argent de côté, plus de la moitié n'a pas l'intention de modifier son comportement d'épargne alors qu'au sein des « réactifs », la majorité (un tiers) voudrait diminuer son épargne pour pallier la stagnation ou la perte de pouvoir d'achat¹ – un sur dix souhaitant épargner davantage. Parmi ceux qui avaient un projet

1. Ce souhait restera cependant pour certains un vœu pieux puisque, au moins au niveau agrégé, le taux d'épargne a eu tendance à augmenter.

immobilier (36 % de l'échantillon), quatre ménages sur dix ont décidé de retarder leur décision, 13 % de l'anticiper, le reste n'ayant pas modifié le plan initial.

Mais, surtout, on observe une intention majoritaire d'investir dans des actifs plus sûrs. Si l'on compare, pour les détenteurs d'un produit financier donné, le pourcentage de ceux désirant investir davantage d'argent ou autant d'argent dans ce produit à celui de ceux qui ont au contraire l'intention de moins investir – ou aussi bien d'arrêter de placer dans ce produit –, on voit sur la figure 3 que la différence est largement positive pour les liquidités et les quasi-liquidités, plus que favorable (autour de 25 %) pour les assurances et les produits d'épargne logement, encore positive (20 %) pour les livrets d'épargne et les produits retraite. En revanche, le marché boursier, à cause de la chute des cours, se voit déserté : – 15 % pour les obligations, – 18 % pour les fonds communs ou les sicav et – 20 % pour les actions¹. De plus, parmi les non-possesseurs du produit financier considéré, 10 % projettent de souscrire une assurance-vie, et 6 à 7 % d'investir en épargne retraite, sur un livret d'épargne ou un plan épargne logement ; mais moins de 1 % désirent entrer sur le marché boursier (actions, obligations ou fonds communs de placement). La figure 4a confirme cette désaffection pour les placements risqués. Quand on interroge plus précisément les ménages sur leurs stratégies d'investissement financier, ils sont encore plus nombreux en juin 2009 qu'en mai 2007 à penser qu'on devrait placer toutes ses économies sur des placements sûrs (65 % en 2009 contre 57 % en 2007).

1. C'est ce qui ressort aussi de l'enquête lorsque l'on demande directement aux épargnants s'ils ont l'intention de se tourner vers des placements moins risqués dans les mois à venir : ils sont près de deux tiers à déclarer juger « très probable » cette possibilité.

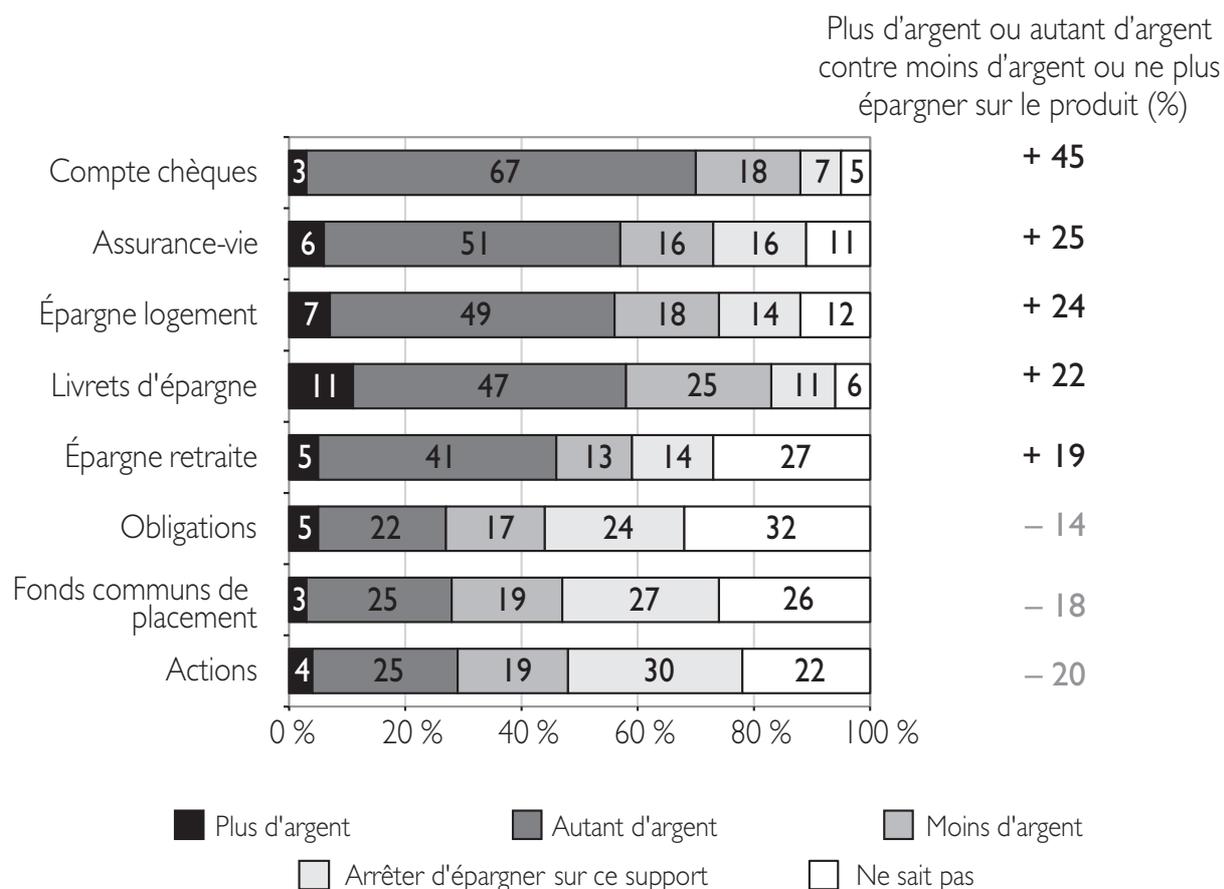


Figure 3 – « Et dans les mois à venir, pensez-vous placer plus d'argent, moins d'argent ou autant d'argent qu'aujourd'hui dans les placements financiers suivants (ou bien n'êtes-vous pas concerné par ces produits) ? »

Source : enquête Pater, 2009.

Ces évolutions d'ensemble concernant les réactions des ménages dans le contexte de la crise actuelle devraient être nuancées par des analyses plus fines qui tiennent compte de certaines hétérogénéités individuelles. Ainsi, ces réactions ne sont-elles pas homogènes le long de l'échelle des revenus ou des patrimoines, entre les secteurs exposé et protégé, chez les riches actionnaires ou chez les travailleurs précaires. Pour de nombreux épargnants, les conséquences de la crise semblent avoir été limitées, voire négligeables, alors que pour d'autres, moins privilégiés, le dilemme entre un désir de précaution accrue, d'un côté, et la volonté de maintenir son

niveau de vie, de l'autre, s'est posé avec acuité¹. Ce vécu hétérogène de la crise place bien la France dans une situation intermédiaire entre le cas américain, où une majorité de la population a été rudement touchée, et le cas allemand, où les victimes ne seraient qu'en nombre limité.

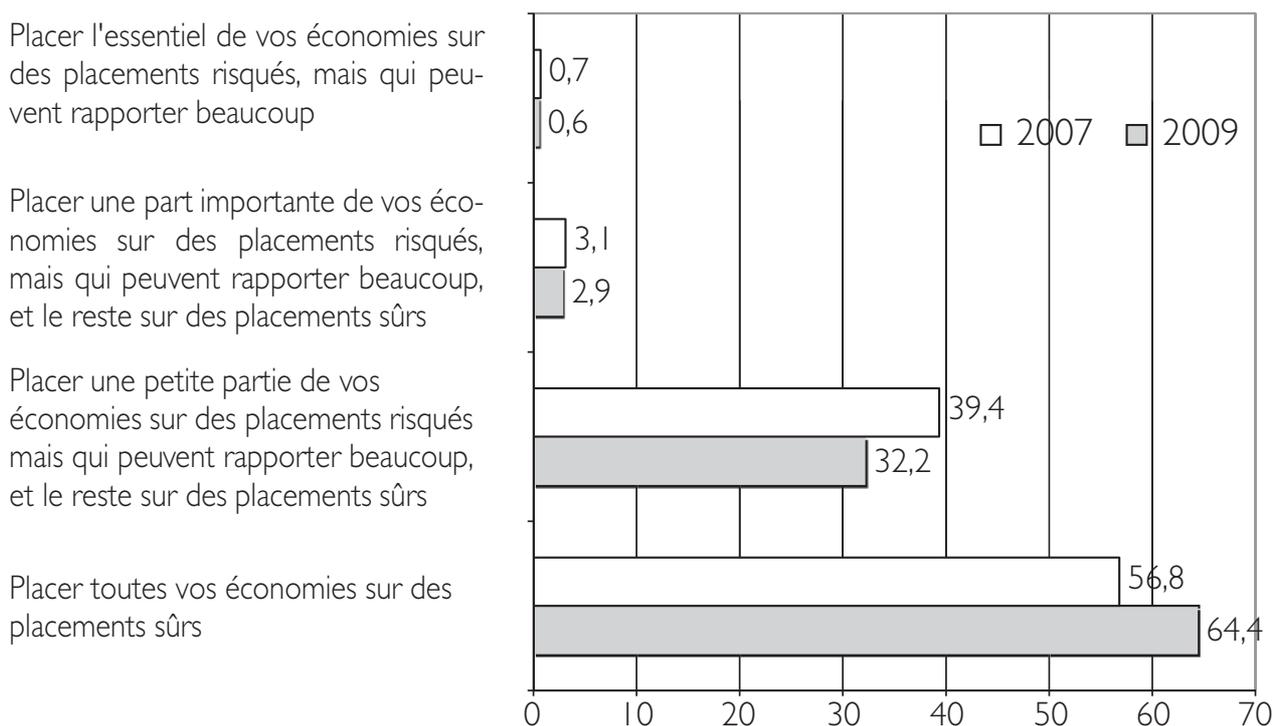


Figure 4a – « En matière de placements financiers, que préférez-vous (en %) ? »

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

1. De fait, la proportion des ménages qui prévoit une baisse de leur consommation dans l'année qui vient diminue sensiblement avec le niveau du patrimoine : elle est inférieure à 60 % pour le quart les plus riches, mais dépasse 80 % pour la moitié les plus pauvres.

LES FRANÇAIS ONT-ILS SIMPLEMENT ADAPTÉ LEURS COMPORTEMENTS AU NOUVEL ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE OU ONT-ILS ÉGALEMENT CHANGÉ DE PRÉFÉRENCES ?

Comment interpréter ce surcroît de prudence dans les comportements des épargnants français¹ ? Provient-il d'une modification des préférences (hausse de l'aversion au risque et/ou vision à plus long terme), d'une révision des anticipations boursières en matière de rendement ou de volatilité des actifs ou d'une adaptation au nouvel environnement macroéconomique (risque de chômage accru, évolutions futures des revenus salariaux plus incertaines, etc.) ?

Les deux vagues de l'enquête Pater réalisées en mai 2007 et en juin 2009, soit à des dates qui entourent bien la faillite de Lehman Brothers à l'automne 2008, nous offrent la possibilité d'étudier l'évolution en parallèle de toutes ces composantes du comportement de l'épargnant français pendant la crise financière et économique – et ce notamment pour près de 2 250 ménages présents dans les deux vagues.

Ces données nous montrent déjà que la crise a bien eu un impact sur les anticipations relatives aux marchés boursiers et au marché de l'emploi pour les individus interrogés aux deux dates². La figure 4b montre que les rendements moyens attendus sur les actions à cinq ans ont diminué de plus de deux points (5,5 % contre 3,2 %) entre 2007 et 2009 : la proportion des enquêtés qui anticipent une tendance à la baisse a en effet augmenté de 13 % à 21 %³. La figure 4c révèle un constat similaire sur les anticipations

1. Ce résultat est également observé entre 2004 et 2010 sur les enquêtes « Patrimoine » de l'Insee (voir H. Chaput et *alii*, « Patrimoine des ménages début 2010 : une recomposition au détriment de l'épargne-logement »).

2. Le mode d'évaluation de ces anticipations de prix et de revenus, sous forme de distribution de probabilités, est explicité au début de la section 4.

3. Les données américaines sur les anticipations de rendement des actions à un an dessinent un tableau bien différent du cas français : l'absence d'effet notable sur

concernant l'évolution de ses propres revenus professionnels futurs : globalement, les ménages anticipaient une croissance moyenne des revenus sur cinq ans de l'ordre de 3,2 % en 2007 contre seulement 1,7 % en 2009, la proportion d'enquêtés voyant leur revenu augmenter en moyenne ayant baissé de 51 % à 42 %. Ce pessimisme relatif aux perspectives de revenus à cinq ans est d'ailleurs confirmé par une légère hausse entre 2007 et 2009 de la probabilité anticipée de chômage futur (évaluée sur une échelle de 0 à 10).

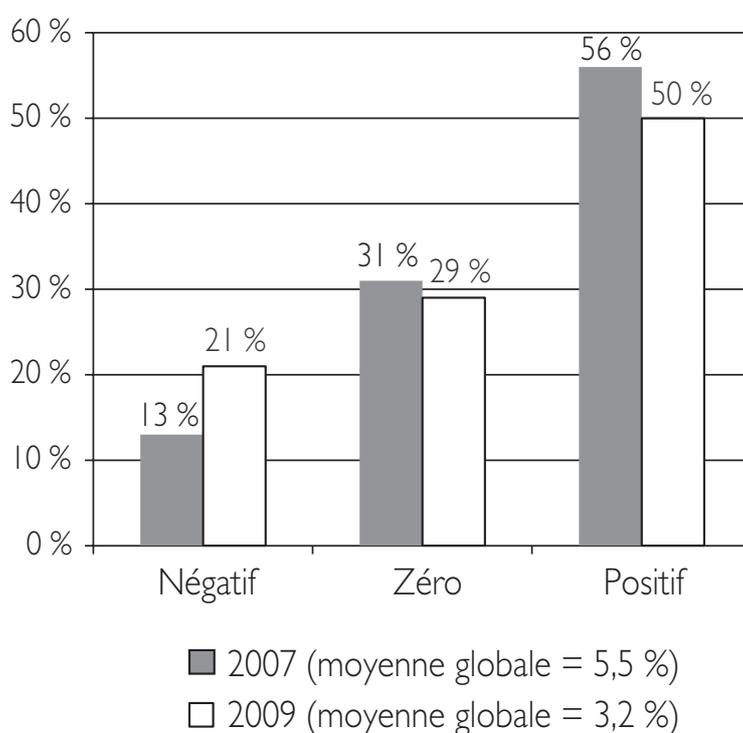


Figure 4b – Rendements moyens anticipés (dans les cinq prochaines années) sur le marché boursier en 2007 et 2009.

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

le rendement global moyen masquerait un accroissement de hétérogénéité des moyennes individuelles, aussi bien à la hausse (*mean reversion*), qu'inchangées (*random walkers*) ou encore à la forte baisse (*momentum effect*) ? Voir P. Hudomiet et alii, « Stock market crash and expectations of American households ».

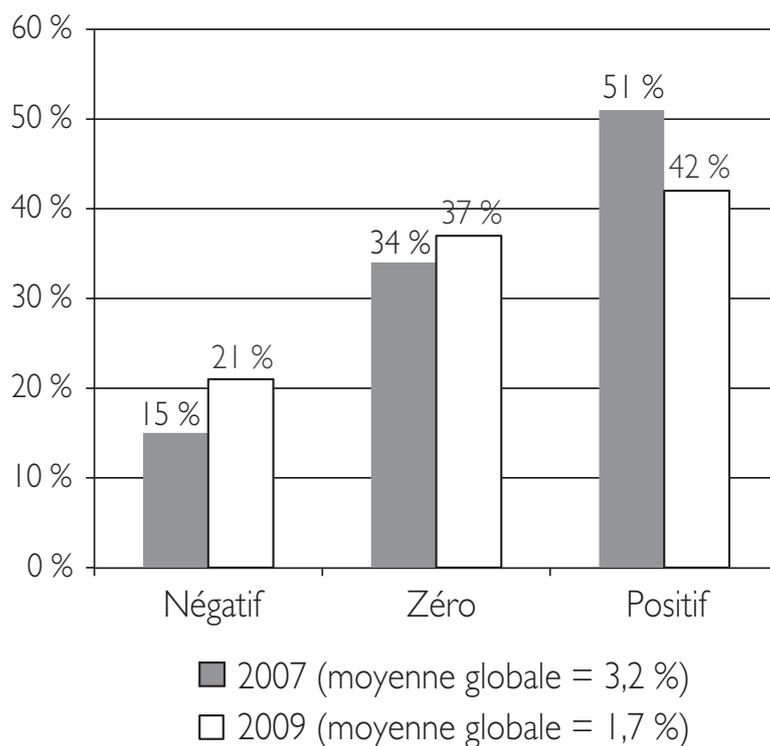


Figure 4c – Croissance moyenne des revenus du travail futurs anticipés (dans les cinq prochaines années) en 2007 et 2009.

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

D'un côté, des perspectives de rendements boursiers revus à la baisse, de l'autre, des prétentions salariales plus modestes : tout concourt à détériorer la perception par les ménages de leur situation financière et à augmenter, par ailleurs, l'évaluation subjective de leur exposition au risque. Ces évolutions, qui les inciteraient à modérer les risques qu'ils contrôlent, sont donc susceptibles d'expliquer, au moins en partie, le fait que les ménages aient adopté des comportements plus prudents. Mais qu'en est-il de l'évolution de leurs préférences ?

7. Les effets de la crise sur les préférences de l'épargnant en France (et ailleurs)

La question centrale abordée dans cet opusculé concerne l'interprétation du surcroît de prudence manifestée par les épargnants français ou étrangers pendant la crise. Elle met à l'épreuve une hypothèse fondamentale de l'analyse économique à savoir la stabilité des préférences au cours du temps. L'épisode dramatique de la crise offre une « expérience naturelle » – un test grandeur nature – unique, pourvu que l'on dispose de données individuelles longitudinales qui permettent non seulement de suivre les comportements patrimoniaux mais également de comparer les préférences des mêmes épargnants avant et pendant ce choc majeur.

Les données françaises de l'enquête Pater fournissent les informations appropriées sur le sous-échantillon des 2 234 ménages ayant répondu aux deux vagues effectuées en mai 2007 et en juin 2009, et cela pour une série de mesures des préférences à l'égard du risque, du temps et de la famille : scores, mais aussi choix de loteries, échelles autoévaluées, et autres. Ailleurs, les données requises ne sont disponibles qu'en Allemagne et, pour une population particulière, au Royaume-Uni, et dans les deux cas pour des mesures frustes de l'attitude à l'égard du risque. Malheureusement, le panel américain, relativement riche par ailleurs, ne renseigne pas (encore ?) sur l'évolution des préférences dans la crise¹.

FRAGMENTS D'EXPÉRIENCES ÉTRANGÈRES : ROYAUME-UNI ET ALLEMAGNE

Commençons par présenter l'étude et les résultats britanniques. M. Weber *et alii* ont constitué un panel de données au moment de la crise financière (entre septembre 2008 et juin 2009) concernant un échantillon d'épargnants clients de la banque privé Barclays Wealth, réinterrogés une première

1. Voir section 5.

fois fin 2008, puis de nouveau en mars et juin 2009¹. Outre les caractéristiques des clients, les questions portent à la fois sur les comportements d'investissement, leur attitude à l'égard du risque, et leurs anticipations concernant le rendement et le risque des cours boursiers (indice FTSE) et de leur propre portefeuille. Les comportements sont mesurés par les intentions d'investissement d'un capital donné entre un fonds commun risqué et un actif sans risque (c'est-à-dire la part désirée en pourcentage du portefeuille risqué). L'attitude à l'égard du risque est mesurée à partir d'échelles de Likert, graduées de 0 à 7, sur des questions du genre : « Je suis un investisseur qui prend des risques », « Il est vraisemblable que j'investisse un montant significatif dans un investissement très risqué ». Les anticipations de rendement et de risque portent sur les trois mois à venir².

L'enquête repose sur un échantillon fragile et très spécifique. Si 19 000 clients ont été contactés par e-mail fin août 2008, le panel est au final constitué de moins d'une centaine d'individus ayant répondu sur internet aux quatre vagues, et 260 au moins à une. Les enquêtés, en majorité des hommes, constituent donc une petite population et appartiennent à des milieux aisés puisque leur revenu médian est le double de celui de la population britannique. Reste que l'étude offre un intérêt pédagogique en identifiant clairement les différences composantes qui influent sur les choix d'allocation d'actifs dans la crise. Les comportements de prise de risque ont changé : entre septembre 2008 et mars 2009, tout au moins, les individus déclarent vouloir moins investir en actifs risqués (la tendance s'inverserait ultérieurement). Pourtant, les préférences vis-à-vis du risque, telles qu'elles sont mesurées par les échelles de Likert, sont restées globalement stables au cours de la même période. Mais les enquêtés semblent avoir modifié

1. M. Weber *et alii*, « Who takes risks when and why : determinants of changes in investor risk taking ».

2. L'information des investisseurs quant aux performances passées de l'indice boursier et de leur portefeuille propre est en outre utilisée comme variable de contrôle.

fortement leurs anticipations concernant le marché boursier : les espérances de rendements ont été revues à la hausse mais la volatilité anticipée des actifs risqués également. Et seules ces révisions d'anticipation auraient un effet significatif sur les changements individuels de comportement d'investissement. Au total, donc, la crise n'aurait pas eu d'incidence notable sur les préférences de ces investisseurs aisés et financièrement éduqués ; mais son impact sur leurs anticipations de prix d'actifs, beaucoup plus volatiles, expliquerait une moindre prise de risque financier.

Si elles ne renseignent pas sur les anticipations de prix ou de revenu, les données Save ont, elles, l'avantage de porter sur un échantillon représentatif de la population allemande. La mesure de l'attitude à l'égard du risque se fait par des échelles graduées de 0 à 10 sur lesquelles se positionnent les enquêtés dans différents domaines : santé, carrière, financier, sport/loisirs et conduite automobile (voir section 5). M. Ziegelmeyer conclut que la stabilité au cours du temps de ces échelles sur les années 2006 et 2007 s'observe pareillement pour les années 2008 et 2009 : leur moyenne et leur distribution ne se modifient pas d'une année sur l'autre¹. En outre, les ménages les plus touchés par la crise, c'est-à-dire qui déclarent des pertes de richesse, auraient vu leur aversion au risque plutôt augmenter, mais dans des proportions et avec des effets sur la demande d'actions très limités².

FRANCE : LES MESURES USUELLES CONCLUENT À UNE MOINDRE TOLÉRANCE AU RISQUE

Nos données, représentatives de la population française, sont les plus complètes puisqu'elles concernent les comportements d'épargne et d'allocations d'actifs avant et pendant la crise, les anticipations de prix d'actifs et de ressources futures, et diverses mesures des préférences individuelles à l'égard du risque et du temps.

1. Voir M. Ziegelmeyer, « Are survey measures of risk attitudes stable over time ».

2. Les données de la vague Save 2010 n'ont pas encore été exploitées.

Nous avons vu que les intentions et les comportements des épargnants français traduisent une volonté de prendre moins de risques financiers depuis la crise : davantage d'épargne de précaution, révision de la consommation à la baisse, désir de modérer le risque du portefeuille d'actifs. Les informations que l'on a pu recueillir sur les anticipations des ménages interrogés lors des deux vagues du panel Pater de mai 2007 et juin 2009 montrent par ailleurs que ces derniers perçoivent différemment leur environnement économique : sur le marché boursier, les rendements espérés sont moindres pour une volatilité jugée constante ou en légère hausse ; sur le marché du travail, les revenus anticipés sont revus à la baisse et le risque de chômage perçu s'est accru (voir section 6).

La moindre propension à prendre des risques manifestée par les épargnants français dans leur choix financiers pourrait s'expliquer par les révisions des anticipations qui vont toutes dans le sens d'un plus grand pessimisme. La question qui se pose est de savoir si ces changements de comportement doivent aussi être imputés à des modifications des préférences elles-mêmes, qui se traduiraient par une moindre tolérance au risque.

Voyons tout d'abord les réponses apportées par les mesures de préférence usuelles, toujours pour les 2 234 ménages interviewés en mai 2007 et juin 2009.

Sur les échelles de tolérance au risque autoévaluées de 0 à 10, les ménages se positionnent en moyenne de manière plus prudente en 2009 qu'en 2007 : la moyenne de l'échelle générale diminue sensiblement, de 4,7 à 4,3 entre les deux dates ; il en va de même des échelles locales dans les différents domaines envisagés, en particulier de celle relative aux placements financiers (figure 5).

De manière analogue, la mesure fondée sur des choix hypothétiques entre loteries révèle une augmentation de l'aversion relative pour le risque depuis le début de la crise financière (tableau 5) : en particulier, le groupe des individus les moins tolérants vis-à-vis du risque augmente de près de dix points (47 % vs 56 %).

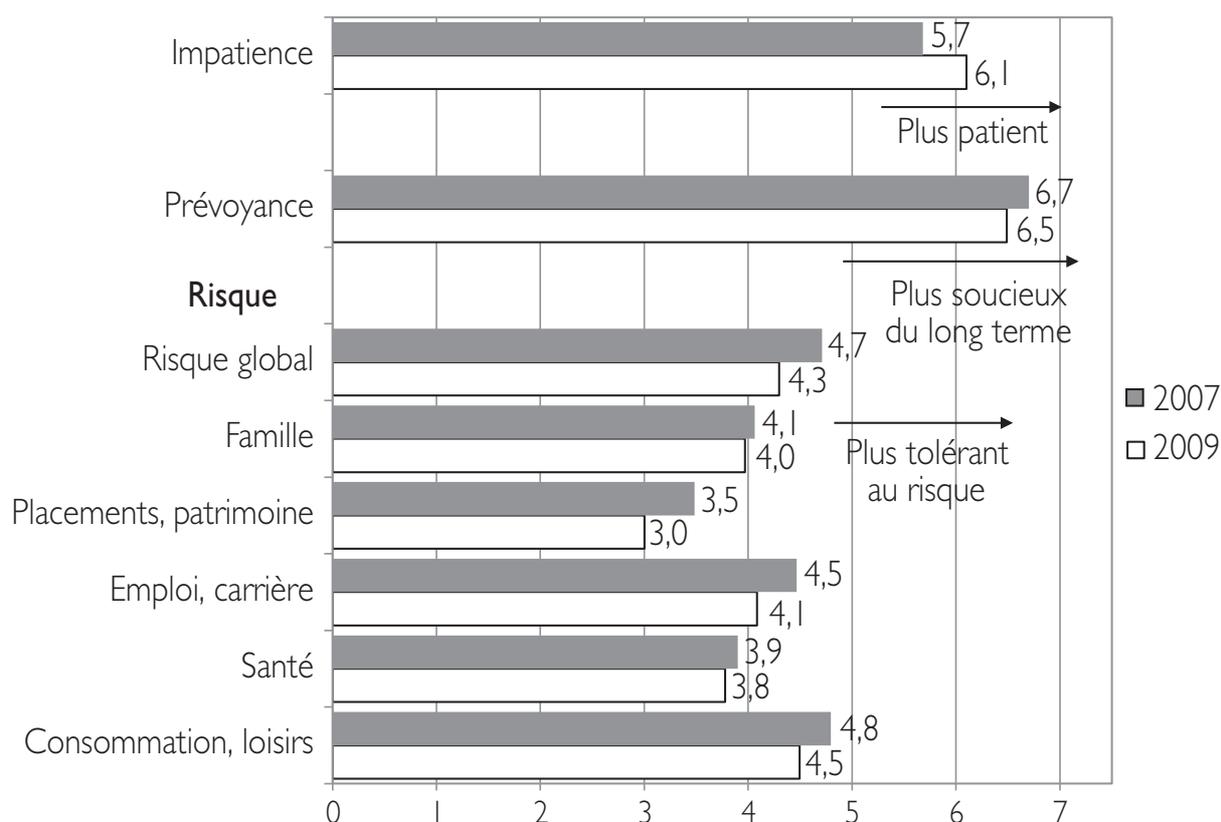


Figure 5 – Échelles de préférences entre 2007 et 2009 (0 à 10).

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

Les autres mesures de la tolérance au risque, qui consistent à interroger directement les ménages sur leurs opinions ou leur profil en matière de stratégie d'investissement aboutissent à la même conclusion¹ : les Français seraient devenus plus prudents, comme en témoigne, sur le graphique 4a, la proportion accrue en 2009 d'épargnants en faveur d'une absence totale de prise de risque dans leur portefeuille financier.

1. Voir A. Kapteyn et F. Teppa (« Subjective measures of risk aversion, fixed costs, and portfolio choice ») sur données hollandaises, S. Iezzi (« Investors' risk attitude and risky behavior : a bayesian approach with imperfect information ») sur données italiennes ou l'étude britannique de M. Weber *et alii* (« Who takes risks when and why : determinants of changes in investor risk taking »).

**Tableau 5 – Aversion relative pour le risque en 2007 et 2009
(en % de la population)**

Aversion relative pour le risque (γ)	Rejet du contrat A		Acceptation du contrat A	
	Rejet du contrat C	Acceptation du contrat C	Rejet du contrat B	Acceptation du contrat B
	$3,76 = <\gamma$	$2 = <\gamma < 3,76$	$1 = <\gamma < 2$	$\gamma < 1$
<i>Panel Sofres, 2007</i>	46,8	25,5	20,0	7,7
<i>Panel Sofres, 2009</i>	55,5	22,2	16,7	5,6

Le choix est entre un revenu certain et plusieurs contrats. Contrat A : une chance sur deux de doubler son revenu mais une chance sur deux de le voir diminuer d'un tiers. Contrat B : une chance sur deux de doubler son revenu, une chance sur deux de le voir diminuer de moitié. Contrat C : une chance sur deux de doubler son revenu, une chance sur deux de le voir diminuer d'un cinquième.

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

Le constat est clair : toutes les mesures habituellement utilisées pour mesurer les préférences des individus à l'égard du risque semblent avoir été affectées dans le même sens que les comportements pendant la crise : les ménages français sont moins tolérants au risque, en particulier dans le domaine de l'épargne et des choix de portefeuille. Le constat diffère de ce que l'on obtient avec des mesures similaires sur des panels étrangers, qui concluent toutes à la stabilité des préférences – que ce soit en Allemagne ou au Royaume-Uni pendant la crise, ou aux États-Unis sur la période 1992-2002.

Si l'on s'intéresse aux préférences à l'égard du temps (absentes des autres études), les échelles d'autoévaluation de 0 à 10 indiquent que les ménages français seraient devenus également un peu plus soucieux du long terme sur leur cycle de vie (baisse du taux de dépréciation du futur) – évoluant donc dans la même direction que les comportements patrimoniaux. Enfin, le degré d'impatience ou d'impulsivité à court terme aurait également diminué – comme si la crise avait rendu les épargnants plus raisonnables (voir figure 5).

SCORES : L'INVARIANCE STATISTIQUE DES PRÉFÉRENCES À L'ÉGARD DU RISQUE ET DU LONG TERME

Selon les mesures usuelles, la crise a modifié les préférences des épargnants français. Voyons maintenant ce que disent nos scores, mesures plus exigeantes mais dont notre expérience a montré qu'elles s'avéraient bien plus fiables et pertinentes que les autres¹.

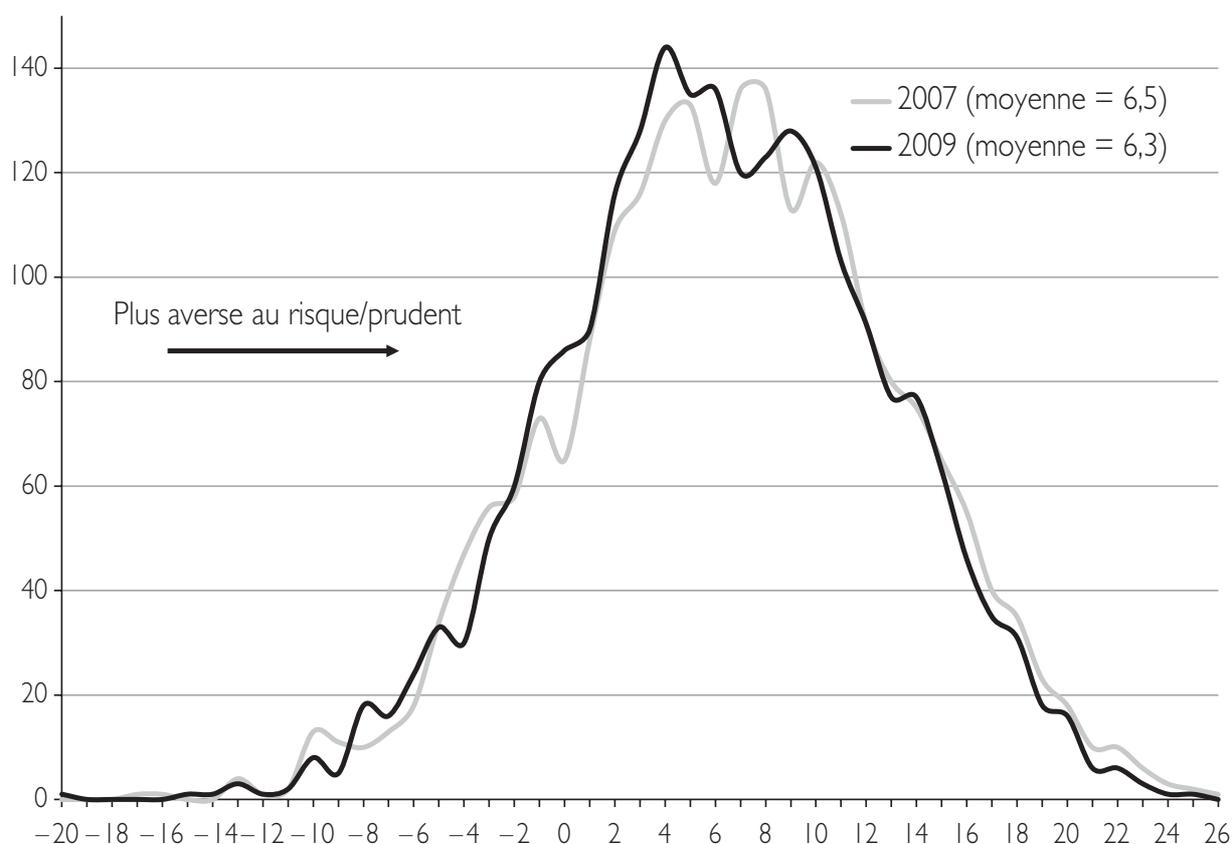


Figure 6 – Histogramme du score de risque en 2007 et 2009.

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

La figure 6 compare les histogrammes des scores de risque construits à partir des mêmes questions pour la sous-population des ménages ayant

1. Voir l'annexe à cette étude (*infra*, p. 95 *sq.*) et L. Arrondel et A. Masson, « French savers in the economic crisis : what has changed ? Variation of preferences or simple adaptation to a new environment ».

été interviewés avant et après la chute de Lehman-Brothers. On constate que les deux histogrammes se superposent presque parfaitement¹. Selon le score de risque, les épargnants n'ont – globalement – pas « changé » quant à leur degré de tolérance à l'égard du risque. Ce résultat de stabilité globale apparaît particulièrement robuste puisqu'il vaut tout autant pour des catégories particulières, retraités, classes sociales modestes ou supérieures, et même pour la sous-population des ménages qui se déclarent « touchés » par la crise.

Au-delà de cette simple description des tendances statistiques moyennes, les tests de stabilité doivent porter sur les variations « transitoires » individuelles des préférences sur les deux ans afin de savoir si ces variations présentent un caractère purement aléatoire ou bien si elles peuvent être expliquées par des caractéristiques individuelles ou des données macroéconomiques. On constate déjà que l'histogramme des changements individuels du score de risque entre 2007 et 2009 s'apparente bien à une distribution aléatoire, de forme « gaussienne », avec à peu près autant d'enquêtés devenus plus tolérants au risque que d'autres plus averses au risque². Surtout, les analyses économétriques ne permettent pas d'expliquer significativement les variations transitoires du score de risque par les (changements des) caractéristiques observables individuelles, ni par les changements de perception du contexte économique – les pouvoirs explicatifs globaux des régressions sont de plus très faibles³. Seuls les ménages exprimant le sentiment d'être « très concerné par la crise » se révéleraient un peu plus prudents selon notre score.

1. Le test de Kolmogorov-Smirnov ne peut rejeter l'hypothèse d'égalité des deux distributions.

2. Voir figure A4, p. 106.

3. Ces conclusions sont similaires à celles obtenues par C. Sahm (« Stability in risk preference ») sur données américaines (couvrant les années 1992-2002) pour une mesure de l'aversion relative au risque déduite de choix de loteries hypothétiques.

Le même exercice mené sur le score de préférence temporelle pour le présent aboutit à des conclusions identiques. La figure 7 révèle la stabilité d'ensemble de ce score pendant la crise ; et l'analyse des variations individuelles transitoires de la préférence temporelle conclut, de manière encore plus tranchée, à leur caractère aléatoire (voir figure A5, p. 106).

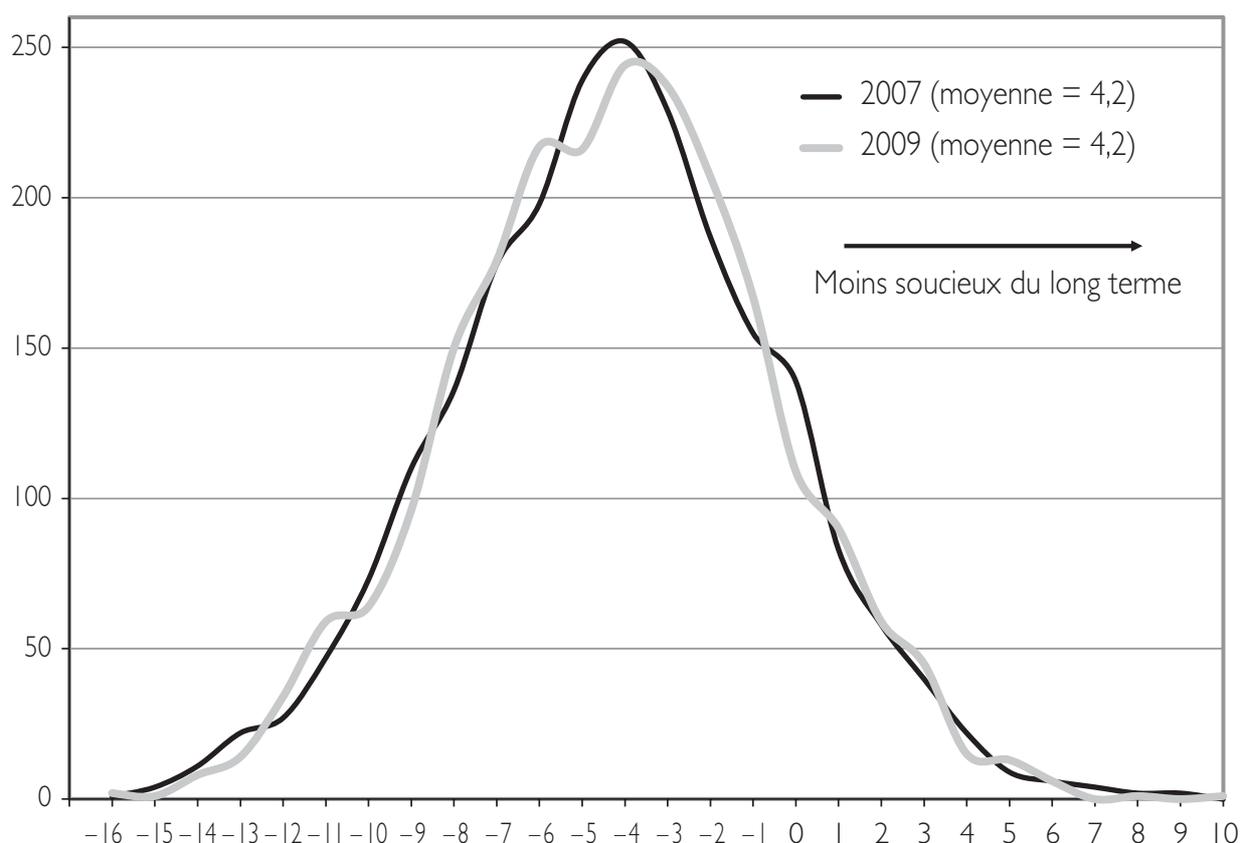


Figure 7 – Histogramme du score de préférence temporelle en 2007 et 2009.

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

Qu'en est-il de l'impact de la crise sur les autres paramètres de préférence calculés à partir de la même méthode de *scoring* ? La comparaison des histogrammes du score d'altruisme en 2007 et 2009 montre que les ménages seraient devenus un peu plus altruistes envers leurs enfants (figure 8a). Ce résultat mériterait plus ample confirmation, notamment en

poursuivant le panel Pater à l'année 2011. Mais, en l'état, il pourrait traduire un repli sur la famille et ses valeurs, appréhendé comme le seul refuge face à des marchés perçus comme plus aléatoires et à l'anticipation d'un désengagement progressif de l'État-providence¹.

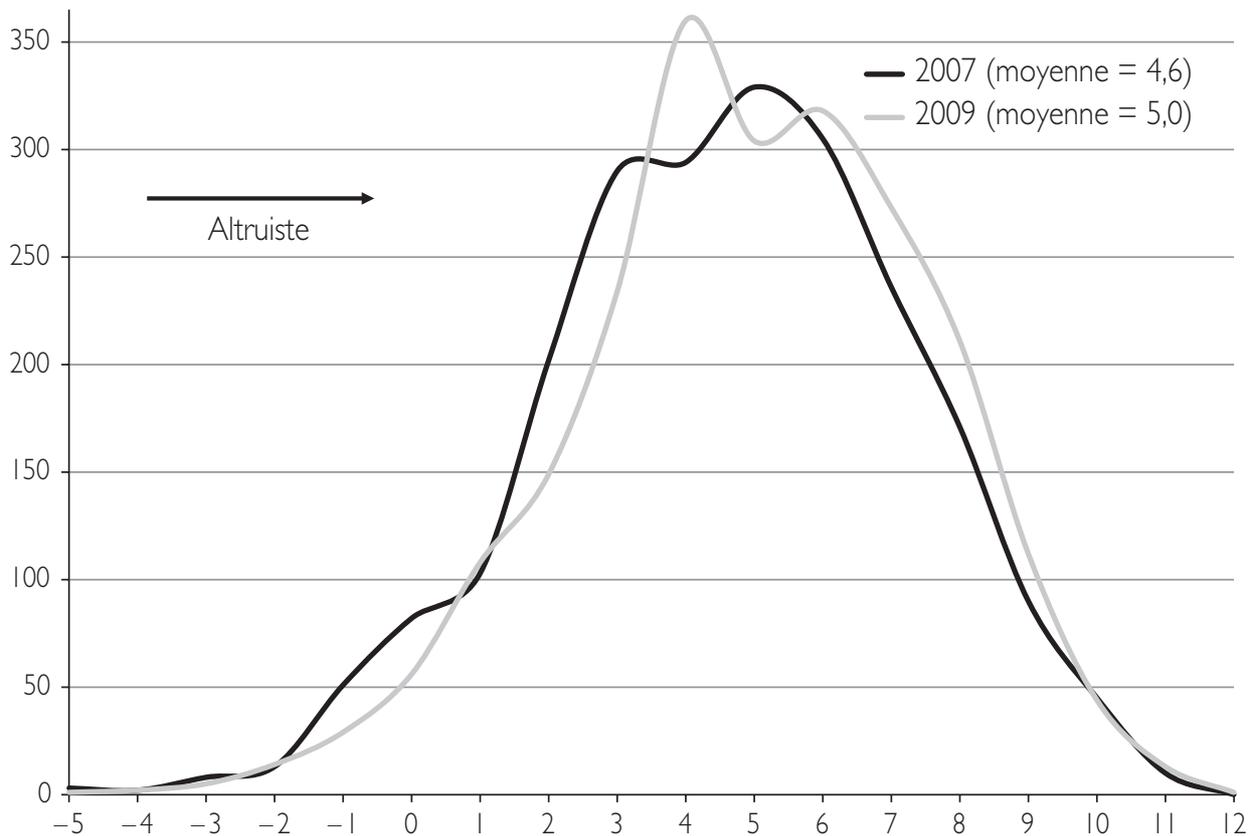


Figure 8a – Histogramme de l'altruisme familial en 2007 et 2009 (scores).

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

1. À l'appui de cette interprétation, on soulignera qu'un indicateur du « sens de la famille », bâti là encore sous forme de score à partir d'une douzaine de questions (« accorde énormément d'importance à sa famille dans la vie », « va chaque année avec plaisir aux réunions familiales », « les vacances, c'est avant tout la famille », « pourra compter sur sa famille en cas de problème d'argent », etc.), augmente un peu pendant la crise. Cet indicateur influe positivement sur la détention du logement et négativement sur celles des valeurs mobilières.

Mais l'évolution la plus nette concerne le score d'impatience entre les deux dates, qui irait cette fois dans le même sens que l'échelle d'impatience : la crise aurait rendu l'épargnant plus posé ou plus raisonnable (figure 8b). En outre, les variations individuelles du score d'impatience ne sont plus distribuées aléatoirement, mais sont expliquées notamment par l'âge : la diminution de l'impatience pendant la crise concerne surtout les jeunes ménages.

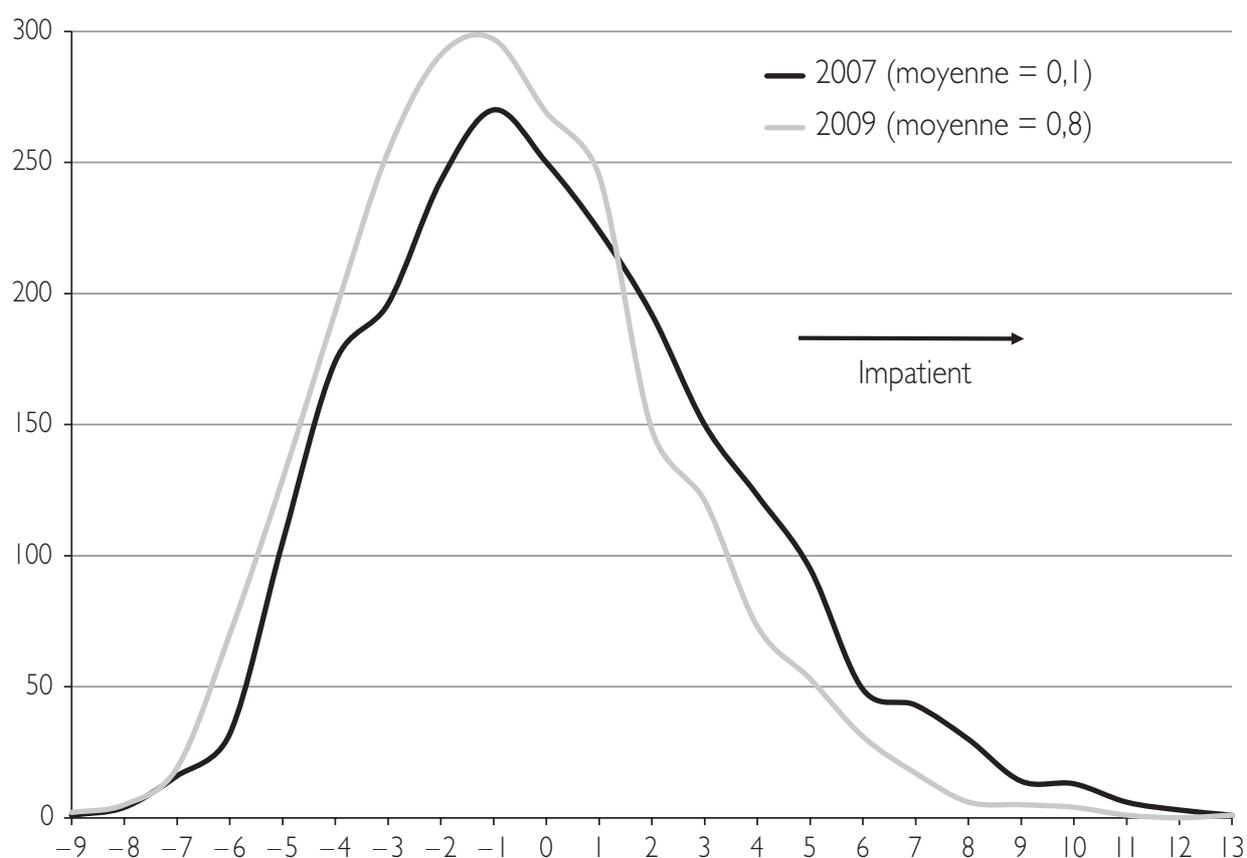


Figure 8b – Histogramme de l'impatience à court terme en 2007 et 2009 (scores)

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

IMPACT DE LA CRISE SUR LES COMPORTEMENTS, LES PRÉFÉRENCES ET LES ANTICIPATIONS DES ÉPARGNANTS : BILAN DE L'EXPÉRIENCE FRANÇAISE

La boucle peut maintenant être bouclée. Les comportements patrimoniaux des épargnants français se sont-ils modifiés après la crise financière

de 2008 ? La réponse est affirmative : comme ailleurs, ils ont évolué vers une moindre prise de risque, avec en particulier une hausse de l'épargne de précaution et une propension plus faible à investir dans les actifs les plus risqués comme les actions. Quelle est l'origine de ces évolutions : ces dernières sont-elles dues à une révision des anticipations de revenu ou de prix futurs et aux risques qui leur sont associés ? À un changements des préférences vers une moindre tolérance au risque ? Ou à ces deux composantes à la fois ?

On sait que les anticipations ont *a priori* un effet notable sur les comportements patrimoniaux dans le sens attendu par la théorie. Or les informations recensées dans les deux vagues de 2007 et 2009 montrent que les anticipations des ménages interrogés aux deux dates ont changé : ces derniers envisagent un avenir professionnel plus sombre (hausse de la probabilité anticipée de chômage, baisse des revenus futurs attendus, etc.) et s'attendent à des rendements moindres des actifs les plus risqués. Ces révisions des anticipations vont toutes dans le même sens : elles devraient engendrer des comportements d'épargne plus précautionneux et une désaffection relative pour les actifs risqués.¹

Le constat relatif aux préférences dépend quant à lui de la méthode suivie pour les évaluer. Les mesures usuelles, loteries, échelles ou autres, concluent à une diminution de la tolérance au risque et à un souci accru pour le long terme. Mesurées par les scores, les préférences à l'égard du risque et du long terme n'auraient, au contraire, pas changé globalement durant la crise. Eu égard aux performances supérieures de nos scores, cette

1. Les données Pater de 2007 ou 2009 montrent en effet que les ménages qui révèlent les anticipations de cours boursiers les plus favorables ont une demande d'actions supérieure – qu'il s'agisse de la probabilité d'être actionnaires ou de la part investie (L. Arrondel *et alii*, « Subjective stock market expectations and portfolio choice »). Les résultats sont comparables à ceux obtenus sur les données américaines (G. Kezdi et R. Willis, « Stock market expectations and portfolio choice of American households »).

dernière conclusion en faveur d'une stabilité d'ensemble des préférences doit être retenue.

Finalement, les premières études économétriques que nous avons effectuées pour expliquer les changements individuels de comportements patrimoniaux durant la crise montrent que ces changements ne dépendraient pas des variations « transitoires » des (scores de) préférences mais seraient associés, de manière significative, à certains changements d'anticipation : en particulier, comme dans l'étude britannique évoquée plus haut, la détérioration des anticipations relatives aux cours boursiers entre 2007 et 2009 aurait effectivement eu une incidence négative sur la détention d'actions.

Incidemment, ces résultats permettraient de comprendre pourquoi, contrairement à nos scores, les mesures usuelles de l'attitude à l'égard du risque (loteries, échelles) concluent à une plus grande prudence des épargnants français dans la crise. Comme le suggèrent les critiques de ces mesures, ces dernières mesureraient en fait un composé hétérogène de préférences *per se* et d'autres éléments subjectifs plus volatiles, telles l'exposition au risque perçue par le ménage ou encore ses anticipations relatives aux prix des actifs¹. S'il en est bien ainsi, les effets de telles mesures sur la demande d'actifs risqués, en particulier, seront difficiles à interpréter, du fait même qu'ils incorporeraient (à tort) l'impact d'anticipations plus ou moins pessimistes concernant l'évolution des cours boursiers. Les effets du score de risque sur la composition du portefeuille ne sont pas entachés de tels biais.

1. À l'appui de cette interprétation, on notera que le score de risque est peu corrélé avec les anticipations des cours boursiers alors que les mesures usuelles, comme celle obtenue à partir de choix hypothétiques de loteries (R. B. Barsky *et alii*, « Preference parameters and behavioral heterogeneity : an experimental approach in the health and retirement survey »), ont un pouvoir explicatif beaucoup plus important de ces anticipations.

Conclusions

Dans cet opuscule, nous avons cherché à comprendre comment puis pourquoi les ménages français, mais aussi étrangers, avaient modifié leurs comportements d'épargne et leurs choix d'allocation d'actifs patrimoniaux après la crise financière de 2008. Les épargnants se sont-ils détournés des placements risqués ? Et si tel est le cas, est-ce dû d'abord à un contexte économique plus incertain, à des perspectives d'évolution des revenus professionnels ou financiers revues à la baisse ou plus aléatoires, ou bien à des préférences qui auraient changé lors de la crise vers une moindre tolérance au risque ? Bref, sont-ce l'environnement ou la situation propre de l'épargnant, tels qu'il les perçoit ou les anticipe, qui auraient le plus changé, ou bien les traits de personnalité de l'épargnant lui-même ?

Pour mesurer ces différents impacts de la crise, nous disposons d'une source unique, représentative de la population française, constituée par les deux vagues de mai 2007 et juin 2009 du panel Pater destiné à mesurer les préférences et les anticipations des épargnants et, parallèlement, à quantifier leur niveau de richesse et sa composition. Les informations issues de cette enquête, qui permet de suivre plus de 2 200 ménages entre les deux dates, attestent clairement que les intentions ou les comportements d'épargne et de placements sont marqués depuis la crise par une plus grande prudence : épargne de précaution en hausse, perspectives de consommation revues à la baisse, volonté d'investir dans des placements plus sûrs.

DES ANTICIPATIONS VOLATILES QUI EXPLIQUENT UNE MOINDRE PRISE DE RISQUE

Comme les enquêtes étrangères, nos propres données concluent à des anticipations de revenus du travail (ou de retraite) et de probabilité de chômage plus pessimistes ainsi qu'à des espérances de revenus financiers plus faibles et plus aléatoires. Assurément, donc, l'évolution des anticipations de revenus ou de prix aurait joué un rôle dans le désir de prudence

accrue exprimé par les épargnants dans leurs intentions ou leurs comportements en France ou ailleurs. Reste que la recherche dans le domaine doit encore se développer. Ainsi, le processus de formation de ces anticipations, notamment relatives aux cours boursiers, est mal connu. De plus, ces anticipations apparaissent souvent volatiles et éloignées de la réalité (elles sont souvent trop pessimistes), sans que l'on sache très bien si l'on doit imputer ces variations ou écarts à une rationalité cognitive trop limitée des épargnants – que certains voudraient alors encadrer –, ou plutôt au type trop abstrait ou complexe des questions posées pour les obtenir : les enquêtés apparaissent beaucoup moins à l'aise avec ces questions, le plus souvent libellées en termes de chiffres et de probabilités, qu'avec d'autres plus qualitatives ou subjectives.

DES PRÉFÉRENCES STABLES EN FRANCE ET AILLEURS

Le constat parallèle sur l'évolution des préférences dans notre pays dépend de leur mode d'évaluation. Les mesures usuelles, fondées par exemple sur des choix de loterie ou des échelles autoévaluées, concluent à une augmentation (limitée) de l'aversion au risque et du degré de vision à long terme. Construits à partir d'une méthode qui agrège les réponses fournies à un grand nombre de questions, nos scores, qui présentent une fiabilité supérieure, indiquent au contraire que les préférences ne semblent pas avoir changé globalement. Plus précisément, les distributions des scores de risque et de préférence temporelle en mai 2007 et en juin 2009 sont restées stables, et les variations individuelles entre les deux dates restent largement aléatoires et ne peuvent être expliquées, ni par les caractéristiques du ménage, ni par les données macroéconomiques. Et même les catégories les plus exposées à la crise ne semblent pas avoir modifié leurs préférences.

Les rares études étrangères comparables s'intéressent à l'évolution dans le temps de la seule attitude à l'égard du risque. Elles concluent unanimement à la stabilité des préférences. Les résultats obtenus par C. Sahm

sur un large échantillon américain au cours de la période 1992-2002 rejoignent les nôtres¹ : l'aversion relative au risque varie fortement d'un individu à l'autre en fonction de ses caractéristiques observables, mais se montre relativement stable au cours du temps et, là encore, les variations individuelles « transitoires » – pour un même individu – sont difficile à expliquer, n'étant légèrement sensibles qu'à l'âge et à un indicateur de la situation macroéconomique, mais pas à d'autres caractéristiques ou événements personnels (divorce, chômage, etc.). Reste que la période étudiée n'a pas connu de choc exogène de l'ampleur de celui de la « grande récession ».

Deux études seulement traitent de l'évolution de l'attitude à l'égard du risque dans la crise actuelle. La première concerne la population spécifique des clients britanniques d'une banque privée : la moindre prise de risque dans leurs investissements financiers manifestée par ces individus aisés entre septembre 2008 et mars 2009 irait de pair avec une stabilité de leurs préférences vis-à-vis du risque au cours de la même période². La seconde, constituée par le panel représentatif allemand Save, conduit, là encore, à des conclusions très proches des nôtres : de 2006 à 2009 – soit pour quatre mesures successives au printemps de chaque année –, les moyennes et distributions des échelles de risque utilisées n'ont pas varié³.

Une hirondelle – voire quelques-unes – ne font pas le printemps : d'autres études seraient bienvenues pour conclure définitivement à la stabilité des préférences. Les résultats britanniques ne concernent qu'une sous-population spécifique ; l'Allemagne est sans doute la nation occidentale qui a le mieux résisté à la crise – objectivement et aux yeux de ses

1. C. Sahm, « Stability in risk preference ».

2. M. Weber *et alii*, « Who takes risks when and why : determinants of changes in investor risk taking ».

3. M. Ziegelmeyer, « Are survey measures of risk attitudes stable over time ».

habitants ; et la France semble un pays moins touché que d'autres. On voudrait disposer d'un autre point pour les épargnants français, grâce à une nouvelle vague du panel Pater envisagée à l'automne 2011, et également connaître l'évolution récente de l'aversion au risque pour les membres du panel américain initié par la Rand, dans un pays où une part importante de la population a été et continue d'être durement touchée par la crise. Retenons néanmoins cette hypothèse que les préférences des épargnants à l'égard du risque et du long terme sont stables sur des périodes de temps limitées, y compris lors de chocs majeurs comme la « grande récession » d'aujourd'hui. Qu'en déduire au plan de la théorie tout d'abord, de la politique économique et sociale ensuite ?

Dans le tourbillon de la crise, qui a vu les professionnels de la finance ne plus savoir à quels saints se vouer et invoquer au besoin une montée brutale ou une instabilité de l'aversion au risque des investisseurs – mais aussi les économistes perdre souvent leurs repères –, les ménages semblent être restés étonnamment sages et lucides. Certes, les anticipations relatives aux prix de la bourse et de l'immobilier ou encore aux perspectives d'emploi et de pouvoir d'achat apparaissent fortement teintées de pessimisme, mais leurs évolutions récentes n'ont pas vraiment de quoi surprendre ; surtout, même en présence d'un choc macroéconomique de l'ampleur de celui de la crise financière actuelle, les préférences des épargnants à l'égard du risque et du temps sont demeurées globalement inchangées. Cette stabilité relative des préférences à court-moyen terme est à coup sûr un résultat favorable à la théorie économique par opposition à l'approche « psychoéconomique » : finalement, en dépit des nombreux « biais » et « anomalies » qui affectent leurs choix patrimoniaux, les ménages feraient preuve d'une sagesse pratique, sinon d'une rationalité minimale, dont auraient été souvent dépourvus ceux qui font profession de comprendre ou d'analyser leurs comportements et qui déplorent à l'envi ces biais et ces anomalies...

QU'EST-CE QUI DÉTERMINE LES PRÉFÉRENCES D'UN INDIVIDU À L'AUTRE ?

Si les préférences sont relativement stables, elles sont cependant très hétérogènes d'un individu à l'autre. La question pendante concerne alors leur processus de formation : d'où viennent-elles ? De différences génétiques, du caractère inné de l'individu, de son origine sociale, de son milieu familial, de ses pairs ? Comment évoluent-elles en fonction de l'âge, des événements du cycle de vie ou de l'histoire personnelle ?

Nos propres travaux comme les expériences étrangères concluent à un effet de l'âge sur la longue durée en faveur d'une moindre tolérance au risque et d'un souci accru du long terme. C'est d'ailleurs ce que ressentent rétrospectivement les enquêtés eux-mêmes : en moyenne, ils estiment être devenus en vieillissant plus « prudents » et plus « prévoyants ». Cet effet de l'âge est toutefois modéré et diminue en outre au fur et à mesure que l'on avance sur le cycle de vie. Le fait majeur est que les préférences se forment *tôt*, dans la prime jeunesse, et varient peu et de moins en moins ensuite. En cela, nous ne faisons que retrouver la conclusion générale des psychologues sur l'évolution des traits de personnalité qui se dessinent dès l'enfance et présentent une relative stabilité ensuite, de plus en plus forte avec l'âge¹.

Outre le sexe, quels facteurs socioéconomiques influencent alors les préférences « initiales », en particulier en matière de risque ? L'origine sociale intervient : les fils d'indépendants, surtout aisés (professions libérales, chefs d'entreprise), ou même de cadres (non enseignants) ont une aversion au risque plus faible. Un diplôme inciterait plutôt à la tolérance à l'égard du risque. En revanche, l'éducation religieuse n'a guère d'effets. Mais le phénomène le plus important au niveau personnel concerne l'influence spécifique du milieu familial qui se manifeste par *l'héritabilité* des préfé-

1. B. Roberts et W. Del Vecchio, « The rank-order consistency of personality traits from childhood to old age : a quantitative review of longitudinal studies ».

rences. L'enquête Pater de 2002 qui a interrogé séparément parents et enfants adultes permet d'évaluer les corrélations entre les scores du parent et ceux de l'enfant : celle-ci s'élève à 0,22 pour le risque et 0,15 pour la préférence temporelle¹. Les chocs collectifs majeurs jouent par ailleurs un rôle décisif : Malmendier et Nagel montrent que les générations qui ont connu des « histoires macroéconomiques » marquées par des marchés boursiers déprimés, à l'image des « bébés de la Grande Dépression » (*depression babies*), sont moins enclines à investir dans des actifs risqués, boursicotent moins, et se montrent plus pessimistes dans leurs anticipations des rendements boursiers futurs².

Si tel est le cas, la stabilité des préférences des enquêtés pourrait cacher une répercussion notable de la crise actuelle qui concernerait les jeunes générations élevées dans un environnement peu favorable. Si la « grande récession » était appelée à durer, ce phénomène qui se développe à bas bruit pourrait prendre de l'ampleur et générer de futurs épargnants peu tolérants au risque et frileux dans leurs investissements. La stabilité des préférences dans la crise actuelle ne conduit donc pas à minimiser ses conséquences sociales : elle pourrait laisser des séquelles indélébiles sur les générations à venir.

Plus généralement d'ailleurs, cette stabilité des préférences pourrait avoir des implications paradoxales pour la politique économique. À moyen terme, tout au moins, le rêve de produire un « épargnant nouveau », plus

1. Voir L. Arrondel et A. Masson, *Inégalités patrimoniales et choix individuels. Des goûts et des richesses...* ou L. Arrondel, « "Mon père avait raison" : la transmission des valeurs entre les générations ». Sur données américaines, M. Kimball et alii (« Risk preferences in the PSID : individual imputations and family covariation ») obtiennent une corrélation intergénérationnelle pour l'aversion au risque de 0,20 également (après un traitement approprié du bruit de leur mesure fondée sur des choix de loterie).

2. U. Malmendier et A. Nagel, « Depression babies : do macroeconomic experiences affect risk-taking ? ».

tolérant au risque et soucieux du long terme, pourrait n'être qu'un vœu pieux – sauf à formater nos « chères têtes blondes ». Tenter d'agir sur les perceptions et les anticipations, au besoin par la manipulation, apparaîtra immoral aux yeux de beaucoup et risque de se révéler une stratégie perdante à terme. Une intermédiation plus poussée de la gestion de l'épargne des ménages dans des plans à long terme, où l'inscription serait automatique sinon obligatoire, paraît une solution possible ; mais ces plans n'ayant le plus souvent d'une obligation de moyens – pas de résultats –, le risque serait porté pour l'essentiel par les ménages. Finalement, la voie la plus prometteuse pour obtenir les habitudes d'épargne et d'investissement moins timorées que réclament les (néo-) libéraux ne passe sans doute pas par un désengagement de l'État-providence qui voudrait placer l'individu face à ses responsabilités et lui faire assumer seul la conduite et la maîtrise de son existence ; au contraire, elle supposerait plutôt l'élaboration de politiques économiques et sociales susceptibles de produire un monde moins chaotique et plus solidaire, sur lequel l'épargnant pourrait en confiance s'appuyer. À méditer...

Annexe

LA SUPÉRIORITÉ DES SCORES SUR LES AUTRES MESURES DE PRÉFÉRENCE

Une comparaison systématique des propriétés statistiques des différents indicateurs de préférence montre que nos scores synthétiques ont de meilleures performances que les mesures usuelles, loteries et échelles en particulier¹.

Les histogrammes des scores présentent ainsi des propriétés de dispersion et de régularité, qui plus est comparables d'une enquête à l'autre (voir figures A1), que l'on ne retrouve pas pour les autres mesures : la mesure fondée sur des loteries de Barsky *et alii* n'a que quatre modalités² ; les distributions obtenues pour les échelles graduées de 0 à 10 ont deux pics d'importance relative fluctuante d'une enquête à l'autre, le premier en 0 et le second en 5, etc. Par ailleurs, les scores possèdent un degré de cohérence interne élevé, au moins dans les trois enquêtes (1998, 2007 et 2009) pour lesquelles nous n'avons pas été limités par le nombre de questions : un seul score de risque apparaît à chaque fois suffisant, avec une valeur du coefficient alpha de Cronbach avoisinant 0,7 (sur 50 à 60 questions), soit le seuil de cohérence totalement crédible pour les psychométriciens ; la valeur correspondante, proche de 0,55, obtenue dans les trois enquêtes indiquées pour le score de préférence temporelle reste acceptable et traduit la difficulté plus grande à cerner ce paramètre de préférence³.

1. Voir L. Arrondel et A. Masson, *Inégalités patrimoniales et choix individuels. Des goûts et es richesses...* et « French savers in the economic crisis : what has changed ? Variation of preferences or simple adaptation to a new environment ».

2. R. B. Barsky *et alii*, « Preference parameters and behavioral heterogeneity : an experimental approach in the health and retirement survey ».

3. Sans surprise, les valeurs du coefficient alpha de Cronbach sont un peu plus faibles sur l'enquête 2002. Cette dernière n'est pas tout à fait comparable aux autres parce qu'elle poursuivait un objectif ambitieux : évaluer la *transmission* des préférences

Plus généralement, les caractéristiques des scores obtenues à partir des informations recueillies dans les quatre enquêtes Pater présentent une cohérence et une robustesse remarquables d'une date à une autre :

- Le « contenu » des scores est constant : les classements des questions les plus pertinentes pour expliquer les scores (soit les plus contributives, au sens où leur corrélation avec le reste du score est la plus élevée) sont très proches d'une date à l'autre – voir à titre d'illustration les tableaux A1 et A2 pour le risque et la préférence temporelle entre 2007 et 2009. Ainsi, pour le score de risque, le podium des items les plus contributifs demeure le même d'une date à l'autre : ces trois questions les plus pertinentes concernent (i) les précautions prises en cas de météo incertaine, (ii) la conduite automobile et (iii) le stationnement interdit. Pour le score de préférence temporelle, parmi les items les plus contributifs au score dans les deux enquêtes on trouve le fait (i) de penser ou non qu'il faut préparer sa retraite à l'avance, (ii) d'avoir ou non le souci de sa forme et (iii) d'inculquer ou non à ses enfants le goût de l'épargne.
- Les déterminants individuels des scores sont les mêmes d'une enquête à l'autre. Ainsi, lorsque l'on veut savoir « qui est quoi en matière de préférence ? », les conclusions, qui vont en général dans le sens attendu, coïncident d'une enquête à l'autre. Les hommes sont plus tolérants au risque que les femmes et, de même, les jeunes plus que leurs aînés. Les gens mariés et les entrepreneurs individuels ont également une plus grande tolérance au risque. En revanche, l'idée souvent admise que l'éducation favorise la prise de risque n'est confirmée que sur deux

individuelles (L. Arrondel, « “Mon père avait raison” : la transmission des valeurs entre les générations »). Le questionnaire a ainsi été envoyé à des individus d'âge moyen, de 35 à 55 ans, et simultanément à un de leurs parents ou de leurs enfants adultes. La difficulté de l'opération a conduit à limiter le nombre de questions utilisées pour construire chaque score.

enquêtes, les deux autres ne décelant pas d'effet significatif (tableau A3). Par ailleurs, comme on pouvait s'y attendre, l'enquêté « voit » toujours à plus long terme (faible préférence temporelle pour le présent) s'il est âgé, diplômé, en couple et qu'il a des enfants. Le seul désaccord concerne l'effet du genre : la plus grande prévoyance des femmes n'est attestée que dans les deux dernières enquêtes (tableau A4).

- Information originale des données Pater, les corrélations entre les différents scores de préférences individuelles sont par ailleurs très proches d'une enquête à l'autre. Le tableau A5 montre les résultats obtenus en 2009 : par exemple, une moindre tolérance au risque va avec une plus grande prévoyance (corrélation supérieure à 0,4).
- Les effets quantitatifs des scores sur les patrimoines et les choix de portefeuille sont en général plus significatifs que pour les autres mesures et en outre très comparables d'une enquête à l'autre. L'effet propre du score de préférence sur les montants de patrimoine brut ou financier est ainsi d'importance significative et comparable en 2007 et 2009 : entre le premier et le dernier quartile de la distribution du score, la richesse financière est multipliée par un facteur de 2,2 (figure A2). Il en va de même des effets propres sur la détention des divers actifs que l'on obtient pour une augmentation d'un écart-type du score de risque (vers une aversion au risque accrue). Comme on pouvait s'y attendre, l'effet négatif est le plus fort sur la possession d'actions : la probabilité de détention de cet actif, en moyenne de 18 %, diminue dans les deux enquêtes du même pourcentage, entre 3,5 % et 4 % (figure A3).

Ces effets des scores sur le montant du patrimoine et sa composition présentent en outre l'avantage décisif de ne pas souffrir des mêmes biais d'endogénéité que les autres mesures de préférence. De fait, par construction, les scores sont des indicateurs synthétiques qui s'apparentent pour une large part à une collection « d'instruments naturels » (permettant d'ailleurs une excellente instrumentation des autres mesures) : par exemple, en matière de risque, la question « prendre ses précautions si la

météo est incertaine » apparaît la plus corrélée avec le score de risque mais, considérée isolément, n'explique en rien les comportements patrimoniaux.

L'étude des réactions des ménages à la crise conduit enfin à exploiter la dimension longitudinale de l'enquête Pater entre mai 2007 et juin 2009. Si l'on se restreint ainsi aux 2 234 individus « panélisés » ayant répondu à ces deux dates, les scores, pour un même paramètre de préférence, sont fortement corrélés d'une enquête à l'autre : 0,65 pour le temps, et même 0,75 pour le risque ; pour les autres mesures de l'attitude à l'égard du risque, notamment, les corrélations temporelles sont beaucoup plus faibles, autour de 0,30 pour les choix de loterie hypothétiques ou les échelles autodéclarées¹ (tableau A6).

Pour ces mêmes ménages panélisés, les figures 6 et 7 (*supra*, p. 81 et 83) du texte montrent par ailleurs que les histogrammes des scores de risque et de préférence temporelle se superposent presque parfaitement et ne peuvent en fait être distingués au plan statistique (test de Kolmogorov-Smirnov). Les figures A4 et A5 indiquent, plus précisément, que les variations individuelles des scores entre 2007 et 2009 se distribuent « aléatoirement » suivant une courbe d'allure gaussienne de moyenne nulle. L'étude économétrique de ces variations individuelles conclut d'ailleurs à la quasi-absence de facteurs explicatifs.

1. Le fait que les scores conduisent à une stabilité individuelle des indicateurs de préférence beaucoup plus élevée est notamment imputable au traitement du bruit (erreurs de mesure) dans les données. Inhérente à la construction des scores, la procédure d'agrégation des réponses apportées à un nombre important de questions est censée éliminer une grande partie de ce bruit *ex ante*. Pour les autres indicateurs, ce bruit, à l'évidence fort, ne peut être contrôlé qu'*ex post*, par des traitements économétriques de mesures répétées dans le temps ou obtenues par des procédures de *test-retest* dans la même enquête.

Tableau A1 – Les dix questions les plus contributives pour le score d'attitude vis-à-vis du risque

Top ten 2009	Classement 2009	Classement 2007	Tolérance au risque (%)		
			Élevée (-1)	Faible (+1)	Moyenne (0)
Précaution contre une météo incertaine	1	1	44,7 45,8	53,3 52,8	2,0s 1,4
Dépasse la vitesse autorisée, ne met pas sa ceinture, passe au feu orange	2	3	17,5 14,9	32,3 37,0	50,2 48,1
Gare son véhicule en dehors des zones autorisées	3	3	8,1 8,2	53,1 36,9	38,8 55,0
Désir de se priver pour vivre plus longtemps	4	6	7,1 7,6	16,3 16,2	76,7 76,2
Pense que l'homogamie est un critère de longévité pour le couple (même revenu, même milieu social, même sensibilité politique, même religion...)	5	7	23,5 26,3	33,6 31,3	42,9 42,4
« Le mariage est une assurance »	6	8	17,7 20,9	10,5 9,0	71,8 70,1
Pense qu'« être propriétaire, c'est l'assurance d'avoir toujours un toit au-dessus de sa tête »	7	4	16,9 14,8	35,7 34,3	47,4 51,0
Conseille aux proches de prendre des risques professionnels	8	12	10,0 16,0	6,1 4,8	83,1 79,3
A pris des risques dans son comportement professionnel et/ou ses pratiques sportives et/ou ses pratiques sexuelles	9	9	24,4 22,2	33,9 36,7	41,7 41,1
Pratique des sports à risque (ski hors piste, parapente, ulm, parachute, saut à l'élastique, alpinisme, escalade, rafting, canyoning, plongée)	10	5	18,3 17,2	52,6 55,9	29,1 26,9

Source : enquêtes Pater, 2007 et 2009.

Lecture du tableau : 44,7 % des ménages ne prennent pas de précautions quand la météo est incertaine en 2007 (45,8 % en 2009). Ils sont donc classés comme des aventureux (note : - 1 dans le score).

Tableau A2 – Les dix questions les plus contributives pour le score de préférence temporelle

Top ten 2009	Classement 2009	Classement 2007	Vision de long terme (%)		
			Longue (-1)	Courte (+1)	Moyenne (0)
« La retraite c'est quelque chose qui se prépare longtemps à l'avance »	1	2	21,3 24,4	21,7 21,2	57,0 54,4
Souci du maintien de la forme	2	4	13,8 15,5	21,6 21,0	64,6 63,5
Il faut inculquer à ses enfants le goût de l'épargne	3	1	4,9 4,3	43,4 45,2	51,7 50,5
Prépare ses vacances longtemps à l'avance	4	6	12,6 14,0	22,3 20,0	65,1 66,0
Désir de se priver pour vivre plus longtemps	5	7	7,1 7,6	16,3 16,2	76,7 76,2
Approuve les enfants qui privilégient leurs loisirs par rapport à leurs études	6	3	4,2 4,8	37,2 35,0	58,7 60,2
Est quelqu'un qui fait généralement des projets	7	11	31,6 37,9	64,9 59,6	3,5 2,5
Intéressé par un retrait précoce du marché du travail contre une pension réduite après 65 ans	8	10	27,1 25,4	18,7 23,2	54,3 51,4
Préoccupé par le risque de finir sa vie dans une maison de retraite	9	12		42,9 44,2	57,1 55,8
Prend ses billets à l'avance et arrive à l'avance pour prendre le train ou l'avion	10	14	8,8 8,3	27,7 29,0	63,6 62,7

Source : enquêtes Pater, 2007 et 2009.

Lecture du tableau : 21,7 % des ménages pensent que « la retraite, c'est quelque chose qui se prépare longtemps à l'avance » en 2007 (21,2 % en 2009). Ils sont classés comme des ménages prévoyants (note : - 1 dans le score).

Tableau A3 – Les déterminants du score de risque

Risquophobie (score)	Patrimoine 1998	Sofres 2002	Sofres 2007	Sofres 2009
Revenu	(-)	+	+	+
Âge	+	+	+	+
Sexe féminin	+	+	+	+
Situation familiale	Marié : +	Marié : +	Marié : +	Marié : +
Origine sociale	Indépendants : -		Indépendants : -	Indépendants : -
Diplôme	-	0	-	0
Enfants au domicile	0	0	(-)	0
Enfants hors domicile	0		0	(-)

Source : Insee, 1998 et enquêtes Pater, 2002, 2007 et 2009.

Lecture du tableau : l'âge a un effet positif (significatif à 1 %) sur la prudence des ménages et ceci dans les quatre enquêtes répertoriées.

Tableau A4 – Les déterminants du score de préférence temporelle

Préférence pour le présent (score)	Patrimoine 1998	Sofres 2002	Sofres 2007	Sofres 2009
Revenu	0	–	–	–
Âge	–	–	–	–
Sexe féminin	0	0	–	–
Situation familiale	Marié : –	Marié : –	Marié : –	Marié : –
Origine sociale	0		0	0
Diplôme	–	–	–	–
Enfants au domicile	0	(+)	(+)	(+)
Enfants hors domicile	(–)		0	0
Transfert intergénérationnel reçu	(–)	–	–	–

Source : Insee, 1998 et enquêtes Pater, 2002, 2007 et 2009.

Lecture du tableau : le diplôme a un effet négatif (significatif à 1 %) sur la « préférence pour le présent » des ménages et ceci dans les quatre enquêtes répertoriées.

Tableau A5 – Corrélations entre les scores à l'égard du risque et à l'avenir

Scores	« Risquophobie » forte	Préférence temporelle forte	Impatience forte	Altruisme familial fort
« Risquophobie » forte	1,00	- 0,48	- 0,34	0,33
Préférence forte pour le présent		1,00	0,21	- 0,25
Impatience forte			1,00	- 0,16
Altruisme familial fort				1,00
Les corrélations sont significatives à 1 %.				

Source : enquête Pater, 2009.

Lecture du tableau : la corrélation (pondérée) entre le score de préférence temporelle et d'aversion au risque, égale à - 0,48, est calculée sur les scores disjoints (pas de questions communes).

Tableau A6 – Corrélations des scores de préférence en 2007 et 2009

	2007-2009
Scores de risque	0,75
Scores de préférence temporelle	0,66
Loteries	0,30
Échelles de risque	0,32
Échelles de préférence temporelle	0,54
Nombre d'observations	2 234

Source : panel pater 2007 et 2009.

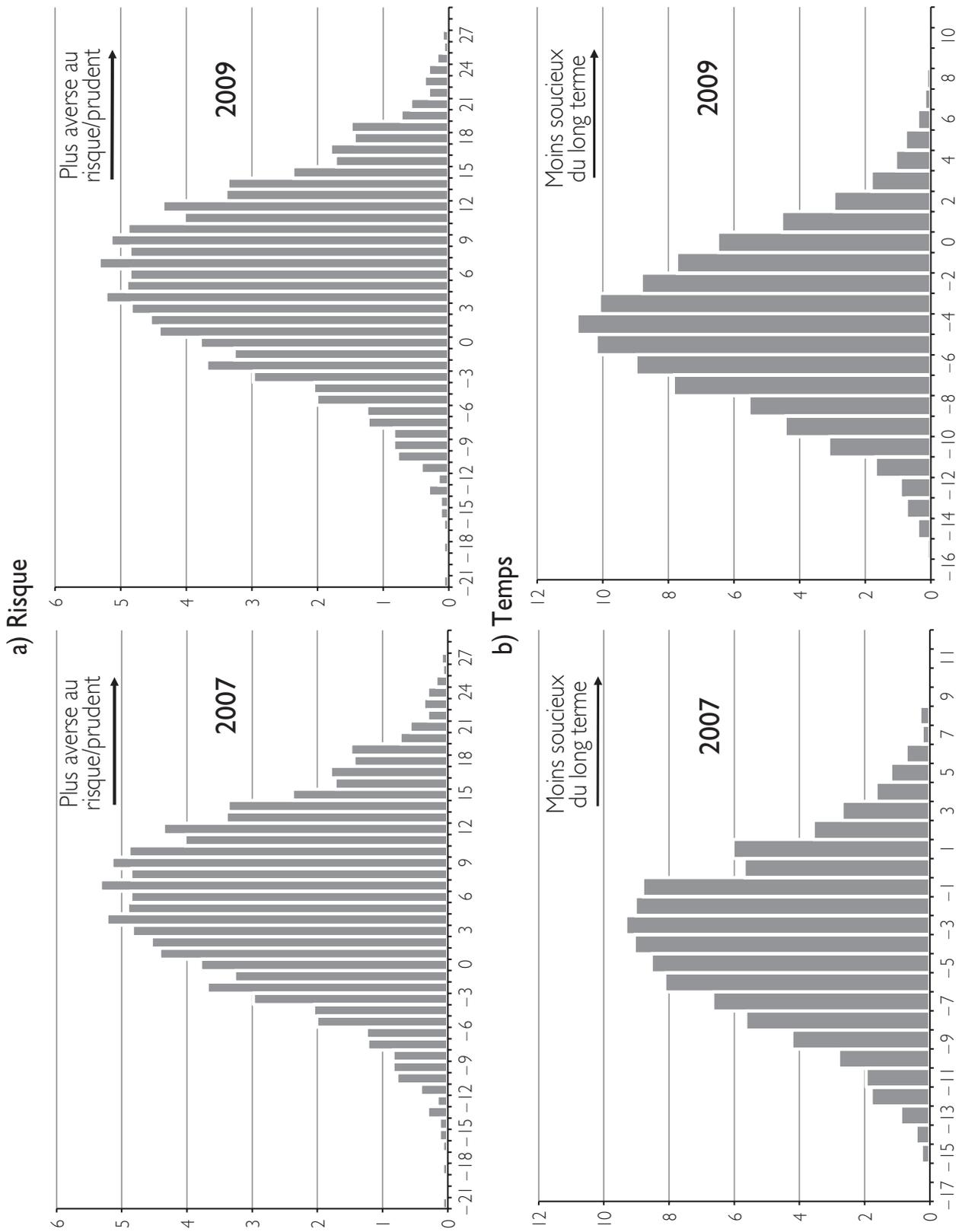


Figure A1 – Histogrammes des scores.

Source : enquêtes Pater, 2007 et 2009.

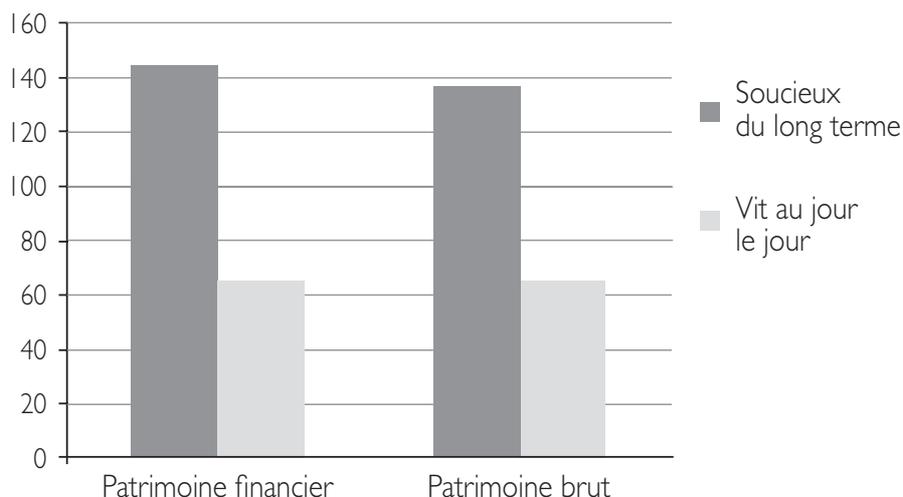


Figure A2 – Effets du score de préférence temporelle sur le niveau de patrimoine.

Source : enquête Pater, 2009.

Lecture du graphique : pour un patrimoine moyen normalisé à 100, les ménages appartenant au quartile des plus prévoyants détiennent un patrimoine financier de 140, ceux appartenant au quartile les moins prévoyants une richesse financière de 65.

Variation de la probabilité de détention

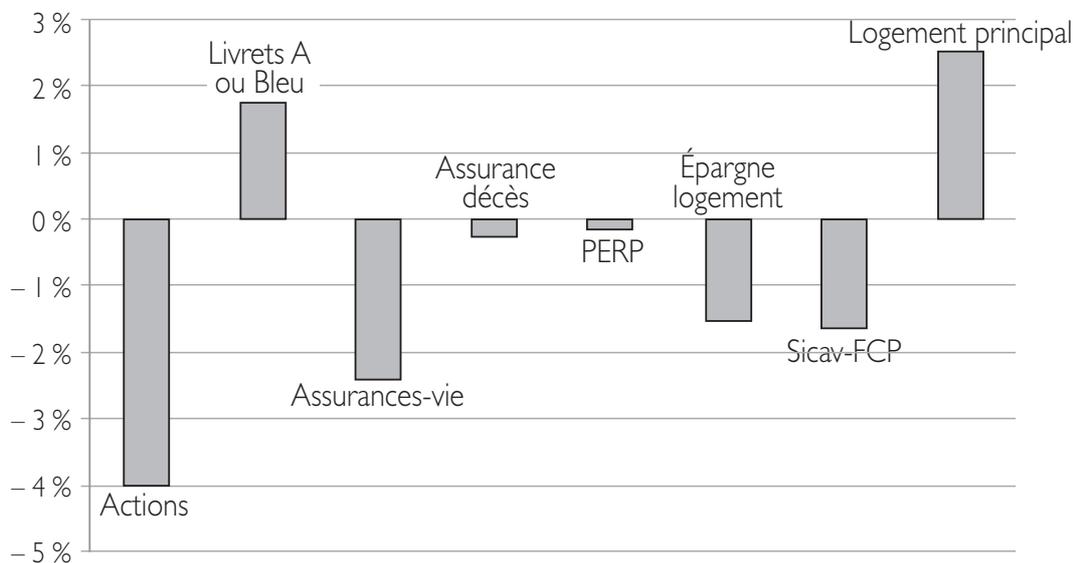


Figure A3 – Effets du score de risquophobie sur les choix d'actifs.

Source : enquête Pater, 2009.

Lecture du graphique : les ménages dont le score de risquophobie est d'un écart-type supérieur à la moyenne ont une probabilité de détenir des actions qui diminue de quatre points (pour un taux de détention moyen de 17 %)

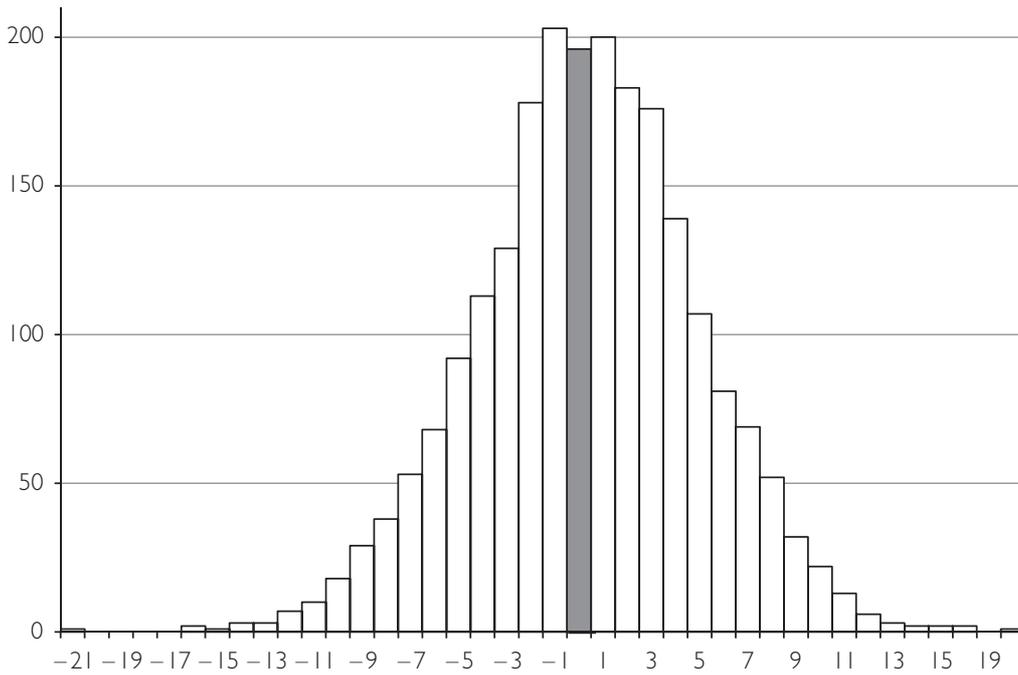


Figure A4 – Histogramme des variations individuelles du score de risque (2007 et 2009).

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

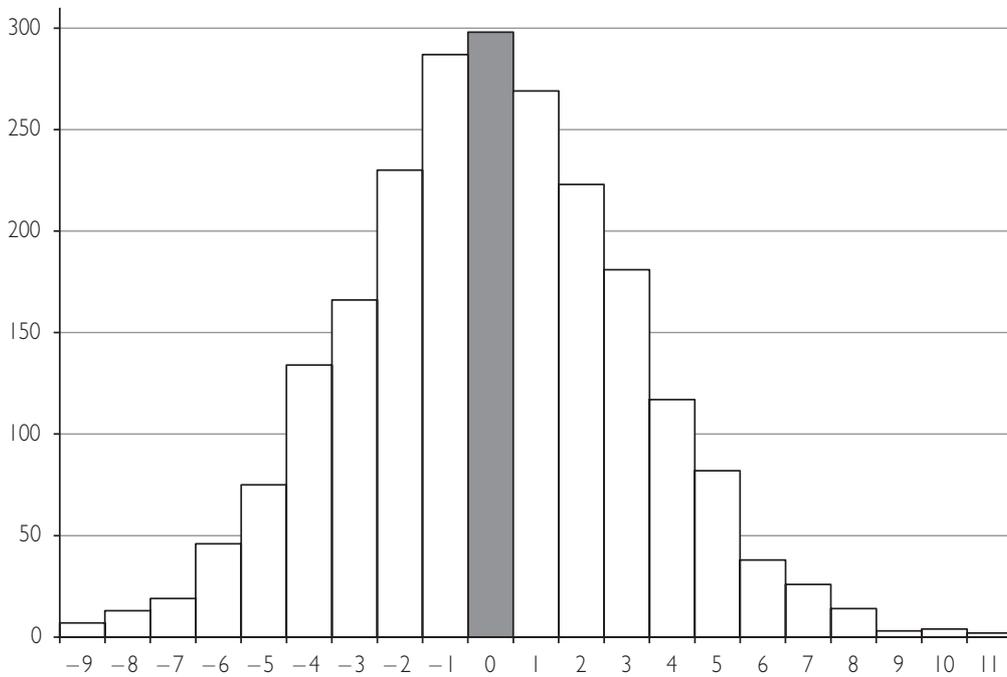


Figure A5 – Histogramme des variations individuelles du score de préférence temporelle (2007 et 2009).

Source : panel Pater, 2007 et 2009.

Bibliographie

- ARRONDEL, L., « “Mon père avait raison” : la transmission des valeurs entre les générations », *Revue française d'économie*, 2009, 34 (1), p. 157-205.
- ARRONDEL, L., CALVO PARDO, H., OLIVER, X. et TAS, D., « Subjective stock market expectations and portfolio choice », mimeo, PSE, Paris, 2010.
- ARRONDEL, L. et MASSON, A., « Hypothèse du cycle de vie, diversification et composition du patrimoine : France 1986 », *Annales d'économie et de statistique*, 1990, 17, p. 1-45.
- , *Inégalités patrimoniales et choix individuels. Des goûts et des richesses...*, Paris, Economica, 2007.
- , « How to measure risk and time preferences of savers ? », mimeo, PSE, Paris, 2008.
- , « French savers in the economic crisis : what has changed ? Variation of preferences or simple adaptation to a new environment », mimeo, PSE-Jourdan, Paris, 2010.
- ARRONDEL, L., MASSON, A. et VERGER, D., « Préférences de l'épargnant et accumulation patrimoniale » (dossier de cinq articles), *Économie et Statistique*, 2004, n° 374-375.
- ARRONDEL, L. et SAVIGNAC, F., « Stockholding : does housing wealth matter ? », Banque de France, Paris, Working paper series, 2010, n° 266.
- BARSKY, R. B., KIMBALL, M. S., JUSTER, F. T. et SHAPIRO, M. D., « Preference parameters and behavioral heterogeneity : an experimental approach in the health and retirement survey », *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112 (2), p. 537-580.
- BÖRSCH-SUPAN, A., BUCHER-KOENEN, T., GASCHÉ, M., WILKE, C. et ZIGELMEYER, M., « The effects of the financial crisis on German households », mimeo, MEA, Mannheim, 2010.
- CHAPUT, H., LUU KIM, K.-H., SALEMBIER, L. et SOLARD, J., « Patrimoine des ménages début 2010 : une recomposition au détriment de l'épargne-logement », *Insee Première*, novembre 2010, n° 1325.
- CONSALÈS, G., « En 2009, la consommation des ménages résiste malgré la récession », *Insee Première*, 2010, n° 1301.

- CORDIER, M., HOUDRÉ, C. et ROUGERIE, C., « Les inégalités de patrimoine des ménages entre 1992 et 2004 », in *Les Revenus et le patrimoine des ménages*, Paris, Insee, 2006.
- DOHMEN, T., FALK, A., HUFFMAN, D., SUNDE, U., SCHUPP, J. et WAGNER, G., « Individual risk attitudes : measurement, determinants and behavioral consequences », ROA-Research Memorandum-2009/6, Research Centre for Education and the Labour Market, Maastricht University, 2009.
- FREDERICK, S., LOEWENSTEIN, G. et O'DONOGHUE, T., « Time discounting and time preference : a critical review », *Journal of Economic Literature*, 2002, 40, p. 351-401.
- Von GAUDECKER, H. M., Van SOEST, A. H. O. et WENGSTRÖM, E., « Heterogeneity in risky choice behaviour in a broad population », IZA Discussion Paper n° 4022, 2009.
- HUDOMIET, P., KEZDI, G. et WILLIS, R. J., « Stock market crash and expectations of American households », mimeo, Michigan University, 2009.
- HURD, M. et ROHWEDDER, S., « Effects of the financial crisis and great recession on American households », NBER Working Paper n° 16407, 2010.
- LEZZI, S., « Investors' risk attitude and risky behavior : a bayesian approach with imperfect information », Bank of Italy Working Paper n° 692, 2008.
- KAHNEMAN, D. et TVERSKY, A., « Prospect theory : an analysis of decision under risk », *Econometrica*, 1979, 47, p. 263-291.
- KAPTEYN, A. et TEPPA, F., « Subjective measures of risk aversion, fixed costs, and portfolio choice », DNB Working Paper n° 216, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 2009.
- KEZDI, G. et WILLIS, R., « Stock market expectations and portfolio choice of American households », mimeo, Michigan University, 2009.
- KIMBALL, M., SAHM, C. et SHAPIRO, M., « Risk preferences in the PSID : individual imputations and family covariation », *American Economic Review Papers and Proceedings*, 2009, 99 (2), p. 363-368.
- LAIBSON, D., « Golden eggs and hyperbolic discounting », *Quarterly Journal of Economics*, 1997, 112, p. 443-477.
- LAPÈGUE, V. et MAUROUX, A., « Crise et dépendances », Note de conjoncture, Insee, 2010, p. 21-34.

- LUSARDI, A. (éd.), *Overcoming The Saving Slump : How To Increase The Effectiveness Of Financial Education And Saving Programs*, Chicago, University of Chicago Press, 2009.
- MALMENDIER, U. et NAGEL, A., « Depression babies : do macroeconomic experiences affect risk-taking ? », *Quarterly Journal of Economics*, à paraître.
- MASSON, A., « La vie pour l'épargnant ne se réduit pas à un exercice de calcul : I. Les impasses des approches du cycle de vie standard et psychoéconomiques », *Revue française d'économie*, 2010, 25 (1), p. 117-173.
- , « La vie pour l'épargnant ne se réduit pas à un exercice de calcul : 2. Les apports d'une approche existentielle du cycle de vie », *Revue française d'économie*, 2010, 25 (2), p. 3-57.
- OECD, *OECD Factbook 2010 : Economic, Environmental and Social Statistics*, OECD Publishing, 2010.
- ORLÉAN, A., *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Paris, Rue d'Ulm, « Collection du Cepremap », 2009.
- ROBERTS, B. et DELVECCHIO, W., « The rank-order consistency of personality traits from childhood to old age : a quantitative review of longitudinal studies », *Psychological Bulletin*, 2000, 126 (1), p. 3-25.
- SAHM, C., « Stability in risk preference », Finance and Economics Discussion Series 2007-66, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008.
- SHILLER, R., *The Subprime Solution*, Princeton, Princeton University Press, 2008.
- THALER, R. H. et SHEFRIN, H. M., « An economic theory of self-control », *Journal of Political Economy*, 1981, 89 (2), p. 392-406.
- et SUNSTEIN, C., « Libertarian paternalism », *The American Economic Review*, 2003, 93 (2), p. 175-179.
- TNS-FINANCE, *The TNS Global Financial Crisis Study*, TNS global website, 2009.
- WEBER, M., WEBER, E. et NOSI, A., « Who takes risks when and why : determinants of changes in investor risk taking », mimeo, Mannheim University, 2010.
- ZIGELMEYER, M., « Are survey measures of risk attitudes stable over time », mimeo, MEA, Mannheim, 2010.

ORGANIGRAMME DU CEPREMAP

Direction

Président : Jean-Pierre Jouyet

Directeur : Daniel Cohen

Directeur adjoint : Philippe Askenazy

Directeurs de programme

Programme 1 – La politique macroéconomique en économie ouverte

Yann Algan

Philippe Martin

Xavier Ragot

Programme 2 – Travail et emploi

Ève Caroli

Andrew Clark

Gilles Saint-Paul

Programme 3 – Économie publique et redistribution

Brigitte Dormont

Claudia Senik

Karine Van Der Straeten

Programme 4 – Marchés, firmes et politique de la concurrence

Gabrielle Demange

Anne Perrot

Jérôme Pouyet

Programme 5 – Commerce international et développement

Marc Gurgand

Sylvie Lambert

Thierry Mayer

DANS LA MÊME COLLECTION

La Lancinante Réforme de l'assurance maladie, par Pierre-Yves Geoffard, 2006, 48 pages.

La Flexicurité danoise. Quels enseignements pour la France ?, par Robert Boyer, 2007, 3^e tirage, 54 pages.

La Mondialisation est-elle un facteur de paix ?, par Philippe Martin, Thierry Mayer et Mathias Thoenig, 2006, 56 pages.

L'Afrique des inégalités : où conduit l'histoire, par Denis Cogneau, 2007, 64 pages.

Électricité : faut-il désespérer du marché ?, par David Spector, 2007, 2^e tirage, 56 pages.

Une jeunesse difficile. Portrait économique et social de la jeunesse française, par Daniel Cohen (éd.), 2007, 238 pages.

Les Soldes de la loi Raffarin. Le contrôle du grand commerce alimentaire, par Philippe Askenazy et Katia Weidenfeld, 2007, 60 pages.

La Réforme du système des retraites : à qui les sacrifices ?, par Jean-Pierre Laffargue, 2007, 52 pages.

La Société de défiance. Comment le modèle social français s'autodétruit, par Yann Algan et Pierre Cahuc, 2008, 5^e tirage, 102 pages.

Les Pôles de compétitivité. Que peut-on en attendre ?, par Gilles Duranton, Philippe Martin,, Thierry Mayer et Florian Mayneris, 2008, 2^e tirage, 84 pages.

Le Travail des enfants. Quelles politiques pour quels résultats ?, par Christelle Dumas et Sylvie Lambert, 2008, 82 pages.

Pour une retraite choisie. L'emploi des seniors, par Jean-Olivier Hairault, François Langot et Theptida Sopraseuth, 2008, 72 pages.

La Loi Galland sur les relations commerciales. Jusqu'où la réformer ?, par Marie-Laure Allain,, Claire Chambolle et Thibaud Vergé, 2008, 74 pages.

Pour un nouveau système de retraite. Des comptes individuels de cotisations financés par répartition, par Antoine Bozio et Thomas Piketty, 2008, 100 pages.

Les Dépenses de santé. Une augmentation salutaire ?, par Brigitte Dormont, 80 pages, 2009.

De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière, par André Orléan, 2009, 2^e tirage, 112 pages.

Bas salaires et qualité de l'emploi : l'exception française ? par Ève Caroli et Jérôme Gautié (éd.), 2009, 510 pages.

Pour la taxe carbone. La politique économique face à la menace climatique, par Katheline Schubert, 2009, 92 pages.

Le Prix unique du livre à l'heure du numérique, par Mathieu Perona et Jérôme Pouyet, 2010, 92 pages.

Pour une politique climatique globale. Blocages et ouvertures, par Roger Guesnerie, 2010, 96 pages.

Comment faut-il payer les patrons ?, par Frédéric Palomino, 2011, 74 pages.

Portrait des musiciens à l'heure du numérique, par Maya Bacache-Beauvallet, Marc Bourreau et François Moreau, 2011, 94 pages.

Mise en pages
TyPAO sarl
75011 Paris

Imprimerie Jouve
N° d'impression : *****
Dépôt légal : juin 2011