La crise, le risque et l'épargnant

Luc Arrondel

CNRS-PSE et Banque de France

La crise a affecté les comportements de l'épargnant: les ménages français 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.

Comment expliquer alors ces changements de comportements ?

La théorie économique avance 3 types de facteurs : les ressources présentes, les anticipations de prix des actifs et de revenu et enfin les préférences de l'épargnant (tolérance vis-à-vis du risque et préférence pour le présent).

En d'autres termes, 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 et vis-à-vis du futur : manifeste-t-il une moindre propension à prendre des risques, une plus grande « aversion au risque » qu'hier ? En termes d'horizon décisionnel, est-il moins obnubilé par les échéances de court terme et plus soucieux de son avenir ? Bref, les préférences de l'épargnant sont-elles soumises aux aléas de la conjoncture économique et financière ?

Cette question rejoint aussi une préoccupation théorique concernant la stabilité temporelle des préférences : sans cette stabilité, il n'est pas de prédictions possibles pour les modèles de comportement de l'épargnant.

Les données françaises du panel PATER

Réalisée par l'Insee en 1998, la première enquête *PATER* (**Pat**rimoine et **P**références vis-à-vis du **te**mps et du **r**isque) constituait un module complémentaire à l'enquête «Patrimoine 1998», sous la forme d'une seconde interview menée auprès de 1 135 ménages. Les quatre autres ont été construites à notre initiative par l'institut Tns-Sofres, sous la forme d'un questionnaire postal : tout d'abord en 2002 sur un échantillon de 2 460 ménages puis en 2007 sur près de 4 000 ménages. Ensuite en 2009 et en 2011

grâce au financement du Cepremap, de la Caisse des dépôts et consignations et de la Chaire Groupama «les particuliers face au risque» sur environ 3 700 ménages représentatifs de la population française.

Les trois dernières enquêtes comportent les éléments pour permettre une analyse fine des réactions des épargnants français à la crise financière et économique. Celle de 2007 fournit un état des lieux juste avant la crise, les deux autres (2009 et 2011) permettant de suivre les épargnants pendant la tourmente (dimension panel).

L'information recueillie dans ces enquêtes concerne principalement la description socio-démographique 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, et aussi des questions qualitatives et subjectives visant à mesurer ses préférences en matière d'épargne (aversion au risque, préférence pour le présent, altruisme…), ainsi que les anticipations concernant ses ressources futures (revenu, bourse).

En particulier, les préférences de l'individu sont mesurées par une méthode originale de scoring à partir de loteries, mais aussi en fonction des attitudes, des opinions, des comportements dans différents domaines de la vie (santé, professionnel, loisirs, consommation, retraite…). Ces mesures s'avèrent plus satisfaisantes que les mesures traditionnelles, notamment les loteries des méthodes expérimentales.

Les mêmes mesures en 2007, en 2009 puis en 2011 nous permettent alors de comparer tous les facteurs qui sont susceptibles d'avoir changé avant et pendant la crise.

Mais alors, qu'est ce qui a changé ?

La conclusion de l'étude

A cette question centrale de savoir «ce qui a changé», notre étude répond qu'il y a eu révisions des anticipations à la baisse en ce qui concerne les revenus et les prix boursiers, une perception de l'avenir sur le marché du travail plus pessimiste mais pas de changement des préférences des épargnants, concluant ainsi à la stabilité d'ensemble des préférences de nos compatriotes à l'égard du risque et du temps pendant la crise. Contrairement à une antienne à la mode, ce résultat qui peut surprendre, révèle au contraire un épargnant «stoïque» dans la tourmente, pas plus averse au risque qu'auparavant.

La crise, le risque et l'épargnant[1]

Luc Arrondel
CNRS-PSE et Banque de France

André Masson
CNRS-PSE et EHESS

La crise a-t-elle rendu l'épargnant plus prudent ? Ce dernier a-t-il aujourd'hui "encore" moins d'appétence pour le risque qu'hier ? Et si oui, faut-il s'en inquiéter, certains faisant déjà le constat d'un manque d'initiatives et d'entreprise dans notre pays avec des épargnants privilégiant à l'excès les placements de "bon père de famille" ?

L'épargnant dans un monde en crise

La crise économique et financière actuelle a connu différentes étapes marquées par plusieurs temps forts : crise dite des « *subprimes* » durant l'été 2007 après le dégonflement de la bulle immobilière américaine des années 2000, effondrement des marchés boursiers internationaux à l'automne 2008 faisant suite aux faillites de plusieurs établissements financiers américains, 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.

En France, la crise financière et immobilière a vu la bourse chuter de plus de 40 % et le prix des logements d'environ 7 %. Selon les données de la comptabilité Nationale, elle aurait provoqué une baisse de la richesse brute des ménages français entre 2007 et 2008 de 3 % au niveau macroéconomique (5,6 % pour le seul patrimoine financier), en raison notamment de la faible diffusion des actions dans la population (seulement 15 % d'actionnaires directs).

Ces pertes ont été supérieures à celle des voisins allemands mais très inférieures à celles observées dans les pays anglo-saxons, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. En Allemagne, le patrimoine brut moyen des ménages est resté stable : les pertes financières modérées ont été compensées par une hausse d'ampleur comparable des avoirs immobiliers. Aux États-Unis, la baisse de la richesse brute des ménages américains en 2008 se situerait globalement aux environs de 17 % (18 % en richesse financière). Au Royaume-Uni, les ménages Britanniques auraient perdu près de 10 % de leur richesse brute et financière.

[1] L'enquête **P**ATER 2009 utilisée dans cette étude a bénéficié du soutien financier du Cepremap, de la Chaire "Les particuliers face au risque" (Fondation du Risque-Groupama), de l'Institut CDC pour la Recherche et de l'Institut Europlace de Finance.

Comment l'épargnant a-t-il réagi à cette crise, face aux aléas boursiers, au durcissement des conditions de crédit et aux variations des prix des logements, aux perspectives économiques alarmistes relatives au pouvoir d'achat et au chômage ?

Le taux d'épargne des fourmis françaises est resté à des niveaux élevés (autour de 15 % – niveau depuis une quinzaine d'années – et de 5 % pour le financier) 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 (en valeur) a fortement décru en 2009 où il plafonnait à 0,1%. Entre 2007 et 2009, le taux d'épargne a de fait augmenté presque partout en Europe, surtout dans les pays les plus touchés : il est passé de 2,2 % à 7 % au Royaume-Uni, de 10,6 % à 18,8 % en Espagne et s'est maintenu en Allemagne et en Italie ; ce taux est passé de 1,7 % à 4,3 % du revenu disponible des ménages américains.

Par ailleurs, en France plus particulièrement, la plupart des indicateurs macroéconomiques, mais également les enquêtes d'opinions, montreraient que les comportements des ménages sont devenus plus prudents et plus prévoyants, la tendance étant de vouloir s'éloigner des investissements boursiers pour privilégier les placements plus sûrs mais aussi de plus long terme (assurance vie et épargne logement).

Les données précédentes, macro-économiques, qualitatives ou subjectives ne permettent pas cependant de rendre compte de l'hétérogénéité entre ménages des comportements et des réactions face à la crise. Surtout, question clef pour le micro-économiste, elles ne permettent pas d'en déterminer l'origine : ces changements de comportements, pour autant qu'ils puissent être plus précisément cernés, sont-ils dus seulement à une réaction face au contexte économique de crise ? Ou les préférences individuelles en matière de risque et vis-à-vis de l'avenir se sont-elles également modifiées, les ménages étant devenus d'une part, plus averses au risque ou plus prudents et d'autre part, plus prévoyants ou plus soucieux de leur futur ? Autrement dit, les préférences de l'épargnant sont-elles soumises aux aléas de la conjoncture financière ?

Nous disposons d'une source statistique unique pour répondre à ces différentes questions. Cette dernière est constituée notamment par les enquêtes **P**ATER effectuées sous notre initiative notamment en mai 2007 (avant la crise) et juin 2009 auprès de 3 800 ménages français représentatifs, avec une importante dimension de panel : plus de 2 200 ménages de l'enquête 2007 ont été réinterrogés en 2009. Ces données individuelles, particulièrement riches, révèlent effectivement, chez une majorité de ménages, une moindre volonté de prendre des risques en matière financière depuis la crise, ainsi qu'une plus grande prévoyance.

La question centrale de cet article consiste à expliquer ce changement de comportement : la crise a-t-elle changé l'épargnant, ou seulement l'environnement économique global et sa situation personnelle, telle qu'il la perçoit (baisse anticipée des ressources ou des rendements d'actifs, exposition au risque plus élevée) ?

Pour répondre, on doit disposer de mesures directes des préférences individuelles face au risque et au temps ainsi que de celles de leurs anticipations : les enquêtes nous permettent de comparer les mesures conventionnelles, disponibles dans la littérature (basées sur des choix hypothétiques de loterie ou échelles subjectives, par exemple), à nos propres mesures, obtenues par une méthode extensive et originale de *scoring* : le score de risque est ainsi établi à partir des réponses fournies à une soixantaine de questions très diverses. L'introduction de scores est justifiée par des performances bien supérieures aux autres mesures, tant en matière de robustesse (déterminants individuels des préférences, effets de ces dernières sur le patrimoine, etc.), d'exogénéité (par rapport aux comportements patrimoniaux à expliquer), ou de corrélation au cours du temps obtenue sur données de panel. Comment ces indicateurs de préférence ont-ils évolué entre mai 2007 et juin 2009 pour les mêmes individus (« panélisés ») ?

Les mesures conventionnelles concluent toutes à une moindre tolérance au risque et à une plus grande prévoyance, alors que les distributions de nos scores d'attitude à l'égard du risque et du temps sont quasiment identiques. Au vu de la supériorité de notre méthode, nous concluons que les préférences des épargnants français à l'égard du risque et du temps sont restées jusqu'ici stables en moyenne pendant la crise. Ce résultat ne préjuge pas, cependant, des évolutions ultérieures possibles en France[2], ni de l'existence d'un scénario différent dans d'autres pays où notre méthode de *scoring* pourrait être appliquée.

Observer les épargnants pendant la crise : une enquête unique en France

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

Les données françaises du panel **P**ATER

Réalisée par l'Insee en 1998, la première enquête **P**ATER[3] constituait un module complémentaire à l'enquête « Patrimoine 1998 », sous la forme d'une seconde interview

[2] En effet, si un tel choc conjoncturel était amené à durer, les préférences pourraient être affectées. C'est ce qui différencie les effets de génération de simples effets de moment, un effet de génération étant un effet de moment qui prend de l'âge…

[3] **P**ATER pour Préférences et Patrimoines face au temps et au risque.

menée auprès de 1 135 ménages (Arrondel *et al.,* 2004). 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 ; en 2007 sur 3 826 ménages et en 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.

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 5 ans par exemple) sur le revenu personnel et les prix d'actifs.

Des informations originales sur les préférences individuelles

Les quatre enquêtes comprennent un grand nombre de questions plus qualitatives visant à mesurer les préférences individuelles à l'égard du risque et du temps à partir de choix de loteries, mais aussi en fonction des attitudes, des opinions, ou des comportements dans différents domaines de la vie (santé, professionnel, loisirs, famille, consommation, retraite…).

Les enquêtes **P**ATER nous ont permis de mettre au point, à partir de toutes ces questions, une méthodologie pour mesurer les préférences des épargnants vis-à-vis du risque et du temps (Arrondel et Masson, 2008). Cette méthode éprouvée sur les différentes données propose des mesures ordinales synthétiques, sous forme de *scores*, des attitudes vis-à-vis du risque des individus, de leur préférence pour le présent, et de leur altruisme familial. La multiplication des données nous a permis de vérifier que ces indicateurs sont particulièrement robustes (par rapport au type de questions retenues, aux caractéristiques et aux facteurs explicatifs de ces scores, de leurs corrélations et de leurs effets sur le patrimoine, etc.).

La nouvelle enquête de 2009 permet d'aller plus loin encore dans la compréhension des comportements patrimoniaux en mettant notamment en parallèle l'évolution des préférences en situation de crise et celle des patrimoines détenus. En particulier, pour les ménages ayant déjà répondu en 2007, les données vont nous permettre de savoir si les changements de comportement sont dus à des modifications des préférences des agents ou bien s'il s'agit plus simplement d'une adaptation au nouvel environnement économique et financier (baisse des ressources, exposition accrue aux risques et révisions des anticipations).

Les épargnants français dans la crise : qu'est-ce qui a changé ?

Nous analysons ici les réactions des épargnants Français face à la crise financière. Les informations, à un niveau individuel, sont issues des enquêtes **P**ATER réalisées en 2007 et 2009 sur des échantillons de 3 800 ménages représentatifs de la population française.

Les ménages prennent moins de risque dans leurs choix financiers

Selon l'enquête **P**ATER 2009, un tiers des ménages enquêtés 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 et un sur dix n'a vu aucune évolution, mais ils sont néanmoins 4,5 % à avoir vu leurs titres prendre de la valeur. 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.

Cette enquête fournissait aussi certaines informations subjectives sur le vécu de la crise. A 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 surfe sur la crise, concerne plutôt les jeunes (moins de 30 ans) et les vieux retraités (plus de 70 ans), fortement diplômés (troisième cycle ou Grandes écoles), ayant de fortes ressources patrimoniales (au moins 30 000 euros de richesse financière) et salariales (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, deux sur trois anticipent une baisse de pouvoir d'achat, 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, une toute petite partie (1 %) est prête à prendre plus de risque, et l'autre (48 %), qui se recrute

principalement parmi les classes les plus défavorisées (peu diplômées, à faibles revenus), se déclare plus précautionneuse. Par ailleurs, 45 % des ménages, appartenant en majorité à ces milieux modestes, se déclarent également plus prévoyants, 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 recroqueville sur lui-même (plus individualiste), les deux tiers restants n'ayant pas changé.

Toujours dans la même enquête, 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) déclare vouloir diminuer son épargne pour pallier la stagnation ou la perte de pouvoir d'achat (un sur 10 déclare vouloir épargner davantage).

Parallèlement, 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 au pourcentage de ceux qui ont au contraire l'intention de moins investir ou aussi bien d'arrêter de placer dans ce produit, on constate 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 positif (+20 %) pour les livrets d'épargne et les produits retraite. Par contre, le marché boursier se voit déserté : −15 % pour les obligations, −18 % pour les Fonds communs ou les Sicav, et −20 % pour les actions[4]. 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). Enfin, quand on interroge plus précisément les ménages sur leurs stratégies d'investissement financier, ils sont de plus en plus nombreux entre mai 2007 et juin 2009 à penser qu'on devrait placer toutes ses économies sur des placements sûrs (64,4 % en 2009 contre 56,8 % en 2007).

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 "exposés" et les secteurs "protégés", chez les riches actionnaires ou chez les travailleurs précaires. Pour de nombreux

[4] 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.

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 acuité. De fait, les ménages fortunés, même s'ils déclarent des pertes patrimoniales importantes, sont beaucoup moins nombreux à prévoir une baisse de leur consommation dans l'année qui vient.

Néanmoins, un constat ressort clairement : 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.

Simple adaptation au nouvel environnement économique ou changement de préférences ?

Comment interpréter le surcroît de prudence des épargnants français mis en évidence précédemment ? Provient-il d'une modification des préférences (hausse de l'aversion au risque et/ou du degré de prévoyance), d'une révision des anticipations boursières en matière de rendement ou de volatilité des actifs, ou d'une adaptation au nouvel environnement macroéconomique (hausse du risque de chômage, évolutions futures des revenus salariaux plus incertaines, etc.) ?

Les deux vagues de l'enquête **P**ATER réalisées qui entourent bien la faillite de *Lehman Brothers* à l'automne 2008, nous offrent la possibilité d'étudier parallèlement l'évolution 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. C'est en particulier le cas pour les préférences individuelles à l'égard du risque et du temps, pour lesquelles on dispose de plusieurs mesures directes qui peuvent être comparées entre elles.

Ces données nous montrent déjà que la crise a eu un impact sur les anticipations des ménages relatives aux marchés boursiers et au marché de l'emploi. On montre (Arrondel et Masson, 2011) que les rendements (moyens) anticipés sur les actions ont diminué de 2 points (5,5 % contre 3,2 %) entre 2007 et 2009 et on peut faire un constat similaire sur les anticipations concernant l'évolution de ses propres revenus futurs (de 3,2 % à 1,7 %). Ce pessimisme concernant les perspectives de revenus est d'ailleurs confirmé par les anticipations des ménages concernant leur probabilité de chômage futur qui est plus élevée en 2009 qu'en 2007. 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 de la situation financière par les ménages, qui s'estiment également plus exposés aux risques. Ces évolutions pourraient donc expliquer, au moins en partie, le fait que les ménages

aient adopté des comportements plus prudents. Mais qu'en est-il de l'évolution des préférences ?

Mesurer les préférences des épargnants : diverses méthodes

Chaque questionnaire **P**ATER (de 1998 à 2009) inclut une série de mesures des préférences obtenues à l'aide de différentes méthodes. Les unes, dites « conventionnelles », sont proposées dans la littérature. 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 depuis. Nous avons pris soin de proposer les mêmes mesures, conventionnelles ou scores, aux deux dernières vagues de 2007 et 2009, afin d'obtenir des comparaisons non biaisées des préférences, notamment pour les ménages suivis entre les deux dates.

Mesures habituelles des préférences

Nous ne donnerons ici que quelques exemples (pour une recension détaillée de ces mesures habituelles des préférences, voir Arrondel et Masson, 2011). En ce qui concerne les attitudes face au risque, la mesure la plus connue et la plus utilisée est celle de l'aversion relative vis-à-vis du risque initiée par Barsky *et al*. (1997). 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 plus « risquophiles » aux moins tolérants au risque.

D'autres mesures de l'attitude à l'égard du risque proposent à l'enquêté de se positionner lui-même sur des échelles graduées de 0 à 10, selon la perception qu'il a de son attitude à l'égard du risque : 0 correspond "très prudent" et 10 à "aventureux" (les deux items sont décrits plus en détail !). Ces échelles auto-évaluées variant de 0 à 10 peuvent être posées "en général" ou concerner des domaines spécifiques de la vie : la santé, le sport et les loisirs, les domaines professionnel ou financier, etc. (Dohmen *et al*., 2009).

Les mesures de la préférence temporelle pour le présent, plus précisément du taux de dépréciation du futur, sont plus fragiles comme le montre le survey peu flatteur de Frederick *et al*. (2002). On dispose néanmoins d'une échelle auto-évaluée de la préférence pour le présent entre 0 ("vit au jour le jour") et 10 ("préoccupé par l'avenir").

Après d'autres auteurs (Arrondel et Masson 2007), 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 réponses.

Une méthode alternative originale : 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 **P**ATER 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 : le risque ou l'incertain, le long terme (préférence pour le 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 champ.[5]

Donnons 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 encore 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 bien : « 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… ».

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

[5] 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.

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, surveillez-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 ce genre de 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 amoureux du 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 sommer 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 cohérent (pour plus de détails sur la méthode de construction des scores et leur propriétés, on pourra se référer à Arrondel et Masson, 2007).

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 ainsi 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 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. En matière de risque, conscients du problème, nous avons retenu en 1998 et 2009 près d'une soixantaine de questions et même davantage dans la vague 2007. Or l'analyse statistique conduit à un résultat remarquable : sur les quatre échantillons **P**ATER, 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 **P**ATER. Cette constance des résultats révèle déjà la robustesse de la méthode de scoring que nous avons utilisée.

On montre par ailleurs (Arrondel et Masson, 2011) que les préférences mesurées par les scores synthétiques ont de meilleures performances (pouvoir explicatifs, stabilité, corrélations temporelles…) que les mesures conventionnelles, loteries et échelles en particulier.

Crise et préférences

La question centrale de cet article concerne l'interprétation du surcroît de prudence des épargnants français pendant la crise, question qui remet en lumière une hypothèse fondamentale de l'analyse économique à savoir la stabilité temporelle des préférences. Pour cela, la crise offrait une « opportunité », non seulement pour comparer les comportements d'épargne, d'accumulation et de composition du patrimoine des ménages avant et après ce choc conjoncturel, mais aussi de mesurer son impact sur les préférences de l'épargnant. Cette analyse a pu être menée à partir de l'enquête **P**ATER sur le sous-échantillon des 2 234 ménages ayant répondu aux deux vagues du questionnaire en Mai 2007 et en Juin 2009.

Les analyses précédentes sur ces données ont montré que les épargnants français se voyaient plus prudents ou averses au risque dans leurs comportements : volonté d'épargne de précaution, révision de la consommation à la baisse, désir de modérer sa prise de risque dans les portefeuilles. La question qui se pose est de savoir si ces changements doivent être imputés à des modifications des préférences elles-mêmes, en particulier de l'aversion au risque, ou bien si les ménages perçoivent différemment leur environnement économique, qu'il s'agisse de leur situation vis-à-vis du marché du travail, de leurs anticipations relatives au rendement et à la volatilité des actifs boursiers, ou de l'ampleur des risques qu'ils subissent en dehors des marchés financiers.

Les informations que l'on a pu recueillir sur les anticipations des ménages concernant le marché boursier (rendements espérés moindres) ou le marché du travail (revenus anticipés revus à la baisse, risque de chômage accru) vont bien dans le sens d'une plus grande prudence des ménages. Mais les préférences de l'épargnant ont-elles pris le même chemin ?

Des mesures habituelles montrent une moindre tolérance au risque

Sur les échelles de la tolérance au risque, auto-évaluées de 0 à 10, les ménages se positionnent en moyenne de manière plus prudente en 2009 qu'en 2007 : on montre, en effet, que la moyenne de l'échelle générale de tolérance au risque diminue de 4,7 à 4,3 entre les deux dates ; il en va de même dans les différents domaines envisagés, en particulier quant aux placements financiers. De manière analogue, la loterie de Barsky *et al*. (1997) révèle une

augmentation de l'aversion relative pour le risque avant et après la crise financière : ils sont de plus en plus nombreux à se positionner dans la catégorie des plus averses au risque (46,8% *vs*. 55,5%). Les autres mesures subjectives du type de celle de Kapteyn et Teppa (2009) ou de Iezzi (2008), qui consistent à interroger directement les ménages sur leurs stratégies ou intentions en matière d'investissement aboutissent à la même conclusion : les ménages seraient devenus plus prudents, comme en témoigne le nombre de plus en plus important de réponses en faveur d'une absence totale de prise de risque dans le portefeuille financier (64,4 % *vs*. 56,8 %).

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 pendant la crise : les ménages français seraient devenus moins tolérants au risque, en particulier dans le domaine de l'épargne et des choix de portefeuille.

Si l'on s'intéresse maintenant aux préférences à l'égard du temps, les échelles d'auto-évaluation indiquent que les ménages seraient également devenus un peu plus prévoyants sur le long terme et aussi un peu moins impatients – plus posés – sur le court terme.

Des scores de préférences identiques avant et après la crise

Comparons maintenant les histogrammes des scores de risque construits à partir des mêmes questions pour la sous-population des ménages ayant été interviewés avant et après la chute de *Lehman-Brothers* (graphique 1). On constate que les deux histogrammes se superposent presque parfaitement et sont statistiquement indissociables, avec la même moyenne aux deux dates. Les scores nous indiquent donc que les épargnants n'ont pas "changé" : ils sont en moyenne tout aussi tolérants au risque qu'avant la crise, ni plus, ni moins.

Nous avons procédé au même exercice sur les scores de préférence temporelle. Le graphique 2 révèle la même stabilité d'ensemble : les deux histogrammes coïncident (statistiquement) et les caractéristiques de la distribution (moyenne et médiane) sont les mêmes.

Enfin, on peut s'intéresser aux deux autres paramètres calculés à partir de la même méthode de scoring, à savoir l'impatience à court terme et l'altruisme. La comparaison des distributions aux deux dates montre alors que les ménages seraient devenus plus altruistes envers leurs enfants (repli sur la famille et ses "valeurs" ?) mais aussi moins impatients – ce qui irait dans le même sens que l'échelle d'impatience.

Pour pouvoir conclure définitivement à la stabilité des préférences des épargnants, ces résultats nécessitent cependant une analyse plus poussée que cette simple étude descriptive des tendances moyennes. Une première étape consiste ainsi à étudier les variations "transitoires" individuelles des préférences sur les deux ans afin de savoir si ces variations

représentent un phénomène purement aléatoire ou bien si elles peuvent être expliquées par des caractéristiques individuelles ou des données macroéconomiques. Les premières études économétriques ne permettent pas de mettre en évidence d'effet significatif (des changements) des caractéristiques individuelles, pas plus que des changements de perception du contexte économique (les pouvoirs explicatifs globaux des régressions sont très faibles). Seuls les ménages exprimant le sentiment d'être "très concerné par la crise" se révéleraient plus prudents selon notre score de risque.

Les mesures issues de notre méthode des scores montrent que les préférences à l'égard du risque et du temps n'auraient pas changé durant la crise, alors que les autres mesures, loteries et échelles, concluent à une diminution de la tolérance au risque des agents et à une prévoyance accrue. Si, comme nous le démontrons, nos mesures présentent de meilleures propriétés que les autres (Arrondel et Masson, 2011), ces résultats signifieraient que les indicateurs habituellement utilisés dans la littérature mesurent en fait un composé hétérogène de préférences *per se* et d'autres éléments subjectifs plus volatiles, concernant l'exposition au risque ou encore un certain pessimisme vis-à-vis des marchés.

Conclusion

Dans cet article, nous avons cherché principalement à expliquer le désir de prudence accrue exprimé par les ménages après la crise financière de 2008. Est-ce dû à un contexte économique plus incertain, des perspectives d'évolution des revenus revues à la baisse, des anticipations de rendements financiers plus faibles et plus aléatoires, ou enfin à des préférences qui auraient changé lors de la crise ?

Pour mesurer ces différents impacts, nous disposions d'une source unique constituée par les deux vagues (avant et après la crise financière de 2008) d'une enquête **P**ATER destinée 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 attestent bien que les ménages sont devenus plus prudents et plus prévoyants dans leurs *comportements* : hausse de l'épargne de précaution, des perspectives de consommation revues à la baisse, des anticipations de revenus plus pessimistes, des espérances de revenus financiers plus faibles, une volonté d'investir dans des placements plus sûrs… Le constat est moins clair sur l'évolution des *préférences*. Si les mesures conventionnelles, loteries ou échelles, concluent à une augmentation de l'aversion au risque et du degré de prévoyance, les scores construits à partir de notre méthode consistant à agréger les réponses à un grand nombre de questions, ne semblent pas avoir changé en moyenne.

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 transitoires restent largement aléatoires et ne peuvent être expliquées, ni par les caractéristiques du ménage, ni par les données macroéconomiques. Même les catégories les plus exposées à la crise (actifs, ouvriers, etc.) ne semblent pas avoir modifié leurs préférences.

On voit alors bien une des directions futures de nos recherches. Il s'agira en particulier de continuer à interroger les mêmes individus sur leurs préférences et leur portefeuille de façon à juger du bien fondé de cette hypothèse de stabilité des préférences à plus long terme.

Bibliographie

Arrondel L. et Masson A. (2007), *Inégalités patrimoniales et choix individuels. Des goûts et des richesses...,* Economica, Paris,

Arrondel L. et Masson A. (2008), “How to Measure Risk and Time Preferences of Savers ?”, mimeo PSE.

Arrondel L. et Masson A. (2011), *"L'épargnant dans un monde en crise : qu’est-ce qui a changé ?"*, Paris, Collection du Cepremap, Editions de l'Ens, (à paraître).

Arrondel L., A. Masson et D. Verger (2004) "Préférences de l'épargnant et accumulation patrimoniale" (dossier de 5 articles), *Economie et Statistique*, n° 374-375.

Barsky, R.B., Kimball, M.S., Juster, F.T. et Shapiro, M.D. (1997), “Preference Parameters and Behavioral Heterogeneity: An Experimental Approach in the Health and Retirement Survey”, *Quarterly Journal of Economics*, 112 (2), p. 537-580.

Consalès G., (2010), "En 2009, la consommation des ménages résiste malgré la récession", *Insee Première*, n°1301.

Dohmen T., Falk A., Huffman D., Sunde U., Schupp J. et Wagner G. (2009), “Individual Risk Attitudes: Measurement, Determinants and Behavioral Consequences”, ROA-Research Memorandum-2009/6, Research Centre for Education and the Labour Market, Maastricht University.

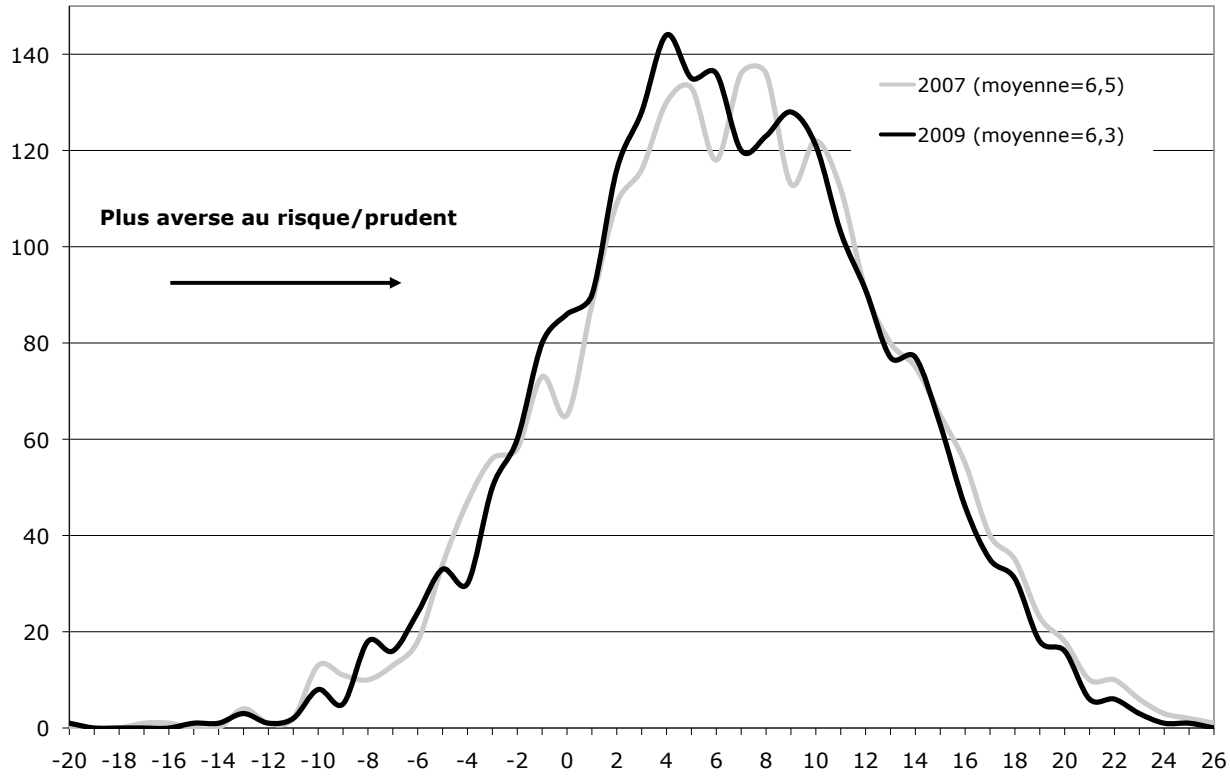
Frederick S., Loewenstein G et O'Donoghue T. (2002), "Time Discounting and Time Preference: a Critical Review", *Journal of Economic Literature*, 40, p. 351-401

Iezzi, S. (2008), “Investors' Risk Attitude and Risky Behavior”: a Bayesian Approach with Imperfect Information”, Bank of Italy Working Paper 692.

Kapteyn A. et Teppa F. (2009), "Subjective Measures of Risk Aversion, Fixed Costs, and Portfolio Choice", DNB Working Paper 216, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.

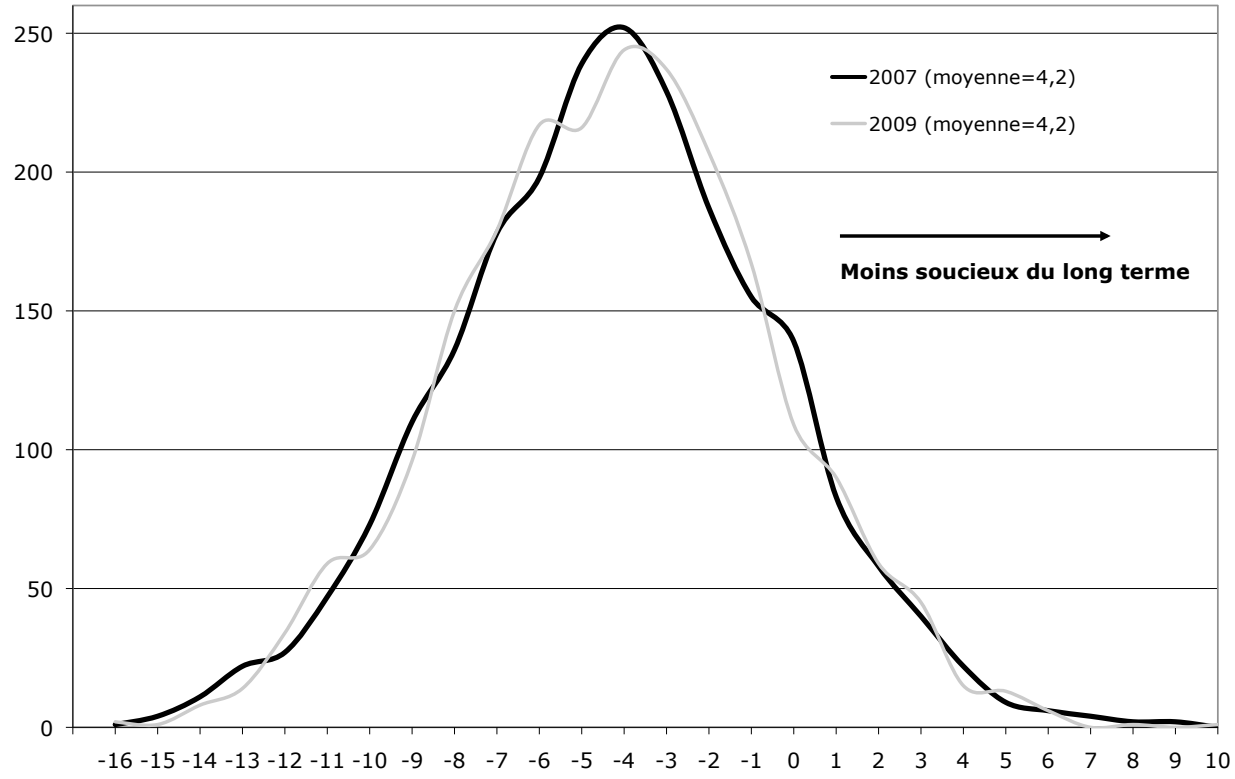
Laibson D. (1997), “Golden Eggs and Hyperbolic Discounting”, *Quarterly Journal of Economics*, 112, p. 443-477.

Graphique 1 : Histogramme du score de risque en 2007 et 2009



Source : Panel Pater *2007-2009*

Graphique 2 : Histogramme du score de préférence temporelle en 2007 et 2009



Source : Panel Pater *2007-2009*

La crise, le risque et l'épargnant

Luc Arrondel
CNRS-PSE
&
Banque de France

11 mai 2012

Prolégomènes : l'épargnant s'est-il bien comporté pendant la crise ?

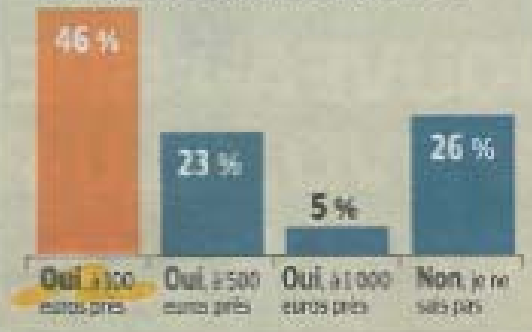
Gestionnaires prudents, les Français sont nuls en finance

ARGENT. Economes, les Français sont peu attirés par les placements risqués. Une méfiance qui cache un manque de culture économique, selon une étude.

Confrontés depuis plus de trois ans à la crise, les Français sont très rigoureux dans la gestion de leur budget, selon une enquête présentée en exclusivité par notre journal et réalisée par le Credoc (Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie) pour le compte de l'association

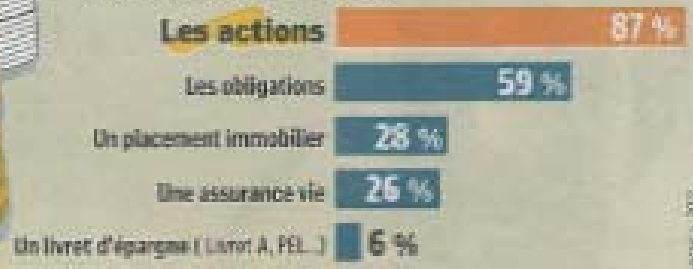
Une gestion régulière du budget

Avez-vous une idée approximative de ce que vous dépensez chaque mois ?



Une méconnaissance des produits financiers

Pour chacun des produits financiers suivants, lequel trouvez-vous le plus risqué ?



le Parisien

Prolégomènes : l'épargnant s'est-il bien comporté pendant la crise?

LE TEMPS

7 octobre 2008

© Chappatte

Comportements, préférences et anticipations de l'épargnant

Les composantes des comportements d'épargne selon la théorie « standard »

- **Passé** : Préférences face au risque, au temps et à la transmission (« psyché »)
- **Présent** : Ressources actuelles (patrimoine et revenu) sous contraintes (de liquidités, de chômage)
- **Futur** : Perception de sa situation (exposition au risque) et anticipations (chômage, revenus, rendement et risque des actifs, contraintes de crédit, santé, survie…)

Modèle de choix de portefeuille :
Part des actifs risqués dans le patrimoine

$$\omega^* = \frac{(\overline{R}_r - R)}{\sigma^2 \gamma(W)}$$

Panorama des enquêtes réalisées

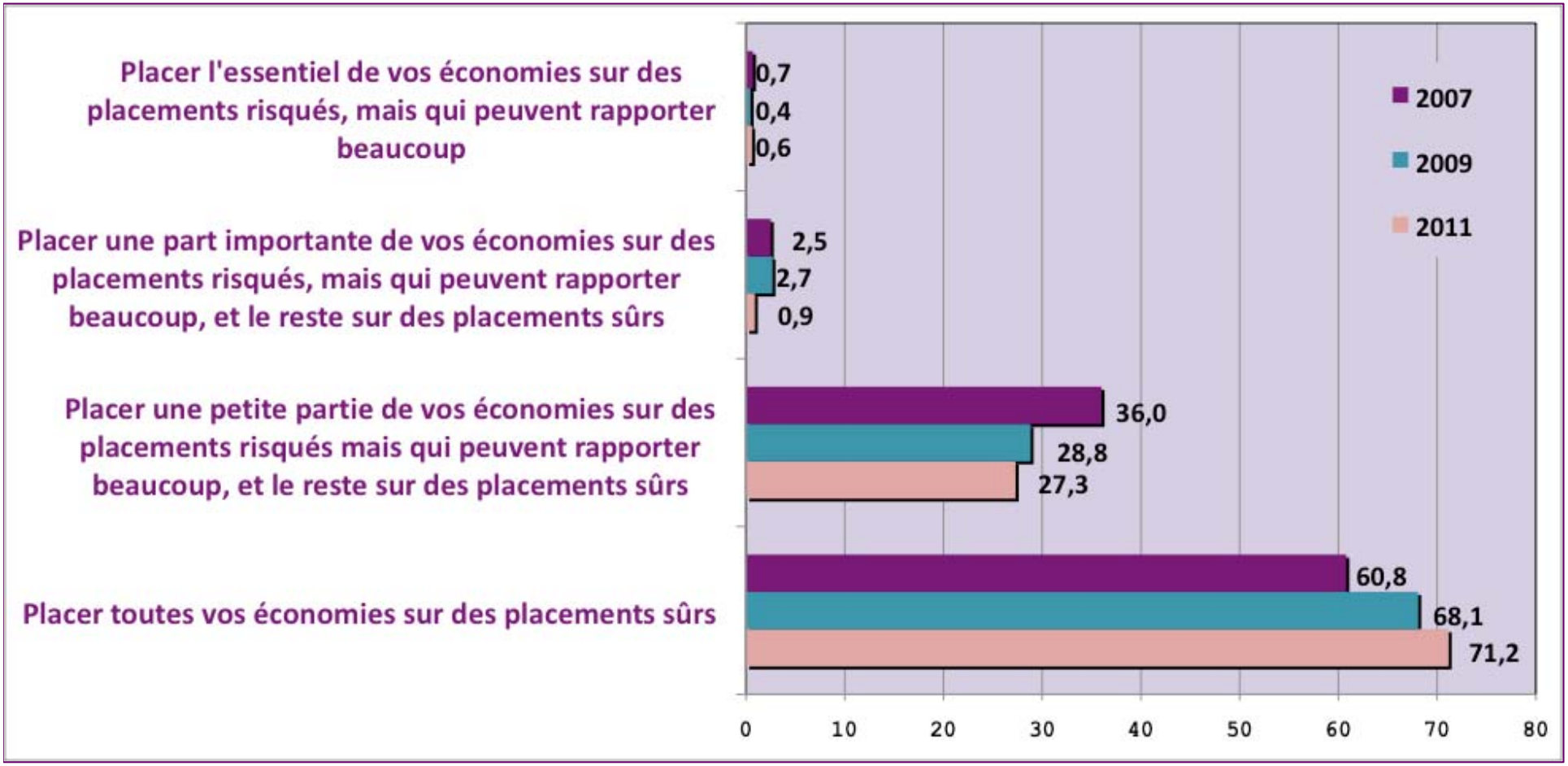
Enquêtes *Pat€r*

	Patrimoine 1998 (enquête méthodologique)	Sofres 2002 (35-55 ans)	Sofres 2007	Sofres 2009	Sofres 2011
Echantillon	1 135	2 460	3 826	3 783	3 616
Particularités	-	2 générations interviewées (440 couples parents-enfants)	Panel 2002-2007 (798 panelistes) Les 2 conjoints sont interrogés (905 couples)	Panel 2002-2007-2009 (600 panelisés) Panel 2007-2009 (2234 panelisés)	Panel 2007-2009-2011 (1087 panelisés) Panel 2009-2011 (1970 panelisés)
Nombre de questions pour les scores	80	50	115	90	90
Loterie de Barsky et al.	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Echelles	Oui	-	Oui	Oui	Oui
Mesures Expérimentales	-	-	400 expérimentés	-	-

La prise de risques financiers en 2007, 2009 et 2011

Individus panelisés *Pat€r*

En matière de placements financiers, que préférez-vous (en %) ?



Mesurer les anticipations des ménages

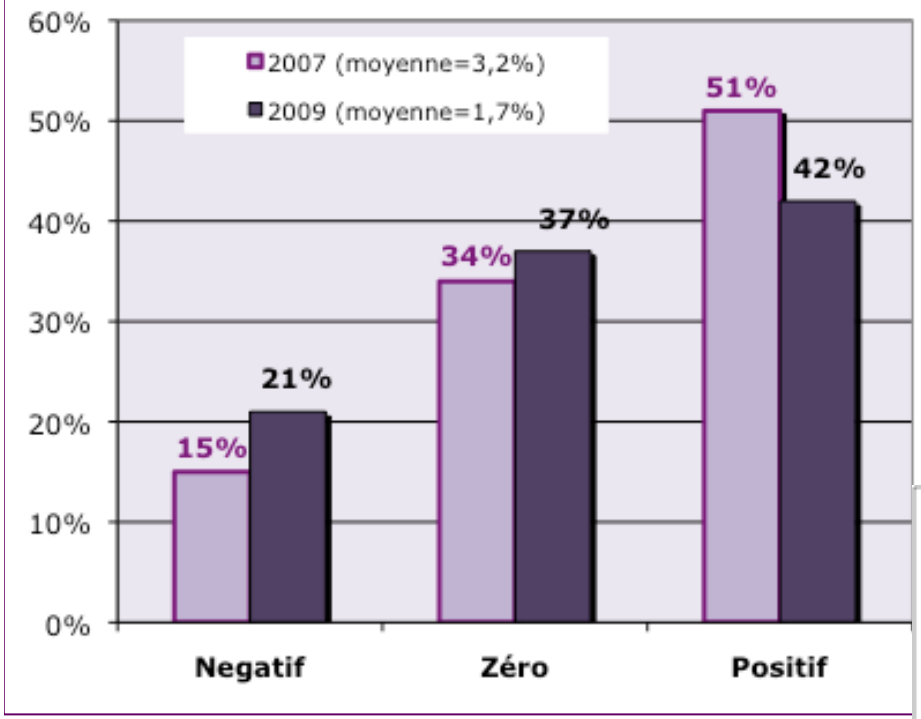
C33 D'ici 5 ans, pensez-vous que le revenu *(salaire, retraite)* de votre ménage… *Pour chaque item, notez en clair de 0 à 100, la probabilité que cela se produise.* ***La somme des réponses de la colonne doit être égale à 100.***

	C33	C34
• Aura augmenté de plus de 25 %....	%	25 %
• Aura augmenté de 10 à 25 %.....	%	25 %
• Aura augmenté de moins de 10 %.	%	25 %
• Sera à son niveau actuel.....	%	25 %
• Aura diminué de moins de 10 %	%	%
• Aura diminué de 10 à 25 %.....	%	%
• Aura diminué de plus de 25 %	%	%

C34 Toujours d'ici 5 ans, pensez-vous que la Bourse..
Pour chaque item, notez en clair de 0 à 100, la probabilité que cela se produise. ***La somme des réponses de la colonne doit être égale à 100.***

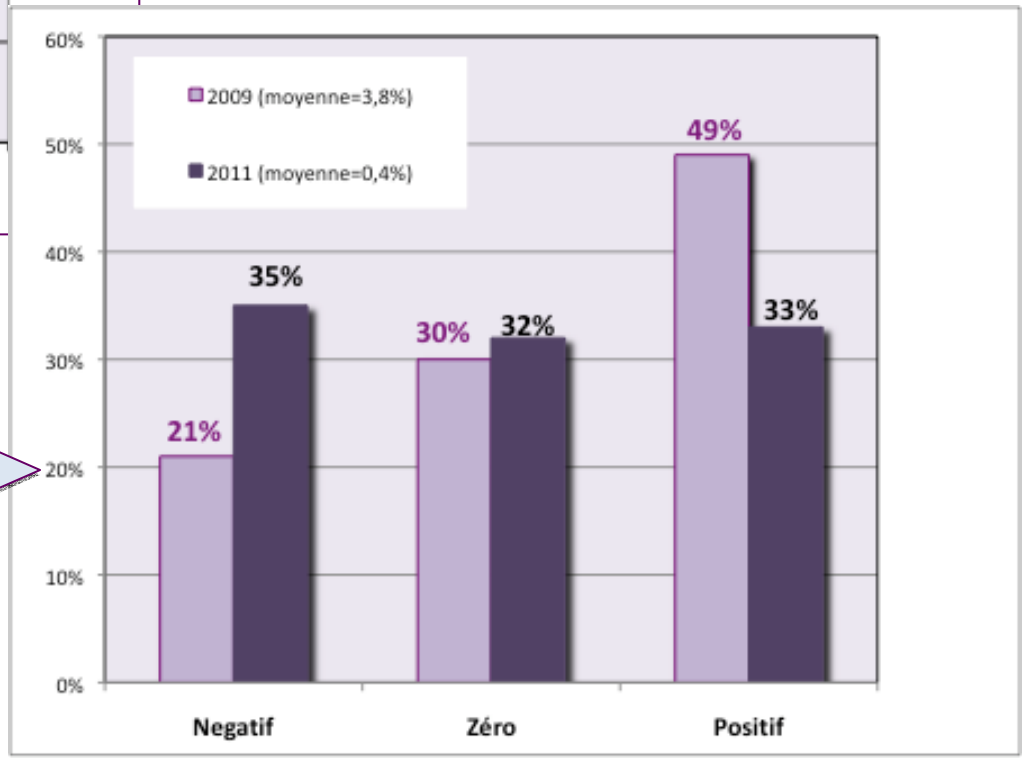
Exemple : J'anticipe une hausse ou une stabilité du marché boursier

Rendements anticipés (dans les 5 prochaines années) sur le marché boursier entre 2007 et 2011



Anticipations des cours boursiers à 5 ans en 2007 et 2009

Anticipations des cours boursiers à 5 ans en 2009 et 2011



Mesurer l'aversion relative pour le risque à partir d'une loterie

Barsky, Juster, Kimball and Shapiro (1997)

A17 Supposons que vous ayez la possibilité de garantir vos revenus actuels (salaire, épargne…) à vie.
D'autres possibilités s'offrent à vous.

17a) La première possibilité vous donne 50% de chances de doubler vos revenus et 50% de les voir diminuer d'un tiers.

Acceptez-vous cette première possibilité ?

Oui ..... ☐
Non ..... ☐

17b) La première possibilité n'est plus disponible. On vous propose une deuxième possibilité qui vous donne 50% de chances de doubler vos revenus et 50% de les voir diminuer de moitié.

Acceptez-vous cette deuxième possibilité ?

- Oui ..... ☐
- Non ..... ☐

Passez à B1

17c) Vous avez refusé la première possibilité. On vous propose une autre possibilité qui vous donne 50% de chances de doubler vos revenus et 50% de les voir diminuer de 20%.

Acceptez-vous cette autre possibilité ?

• Oui ..... ☐ • Non..... ☐

Résultats de la loterie entre 2007 et 2011

Individus panelisés *Pat€r*

Aversion relative pour le risque (en % de la population panélisée, N=853)

Plus prudent

	Rejet du contrat A		*Acceptation du contrat A*	
	Rejet du contrat C	*Acceptation du contrat C*	*Rejet du contrat B*	*Acceptation du contrat B*
Aversion relative pour le risque : γ	**3.76=<γ**	**2=<γ<3.76**	**1=<γ<2**	**γ<1**
2007	**50,8**	**22,3**	**17,8**	**9,1**
2009	**60,3**	**19,9**	**14,7**	**5,2**
2011	**62,4**	**20,1**	**12,8**	**4,0**

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.

Mesurer les préférences : notre approche alternative

Une méthode de scoring

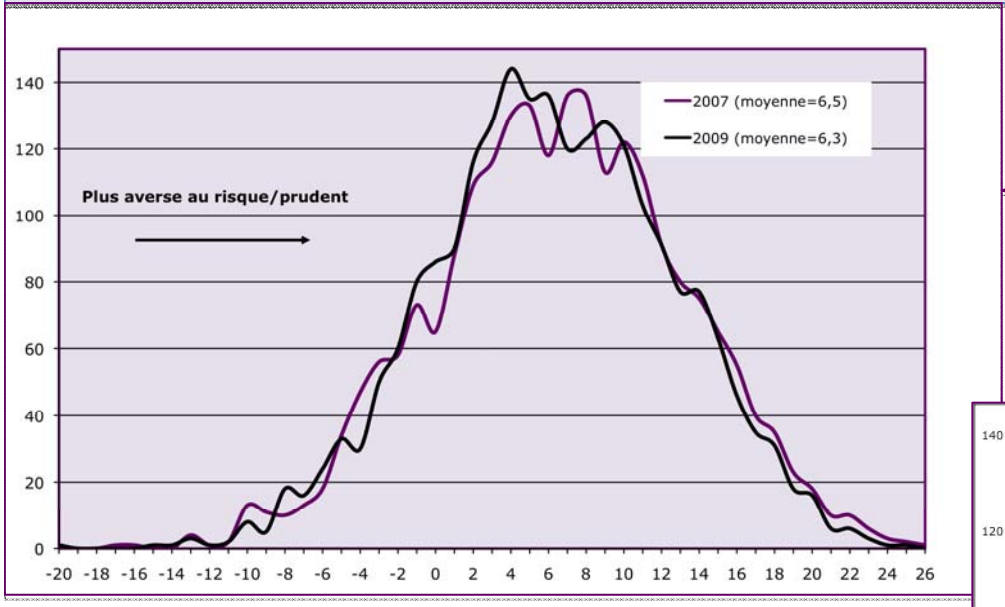
- Essayer de mesurer (de manière ordinale) les préférences individuelles des épargnants en matière de risque et vis-à-vis de l'avenir :
  - à partir de questions de nature diverse (loteries, opinions ou intentions, scénarios fictifs, échelles d'auto-évaluation…)
  - … et dans différents domaines de la vie (consommations, loisirs, santé, placements, travail, retraite, famille…)
  - … en multipliant les questions plus concrètes ou directes
  - … en considérant différents types de risque (gros, petit, perte, gain…) et horizons de choix
  - … de façon à obtenir une mesure synthétique et ordinale de leurs préférences vis-à-vis du risque, du temps et de la famille : les **scores**

Le score de risque : top ten

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

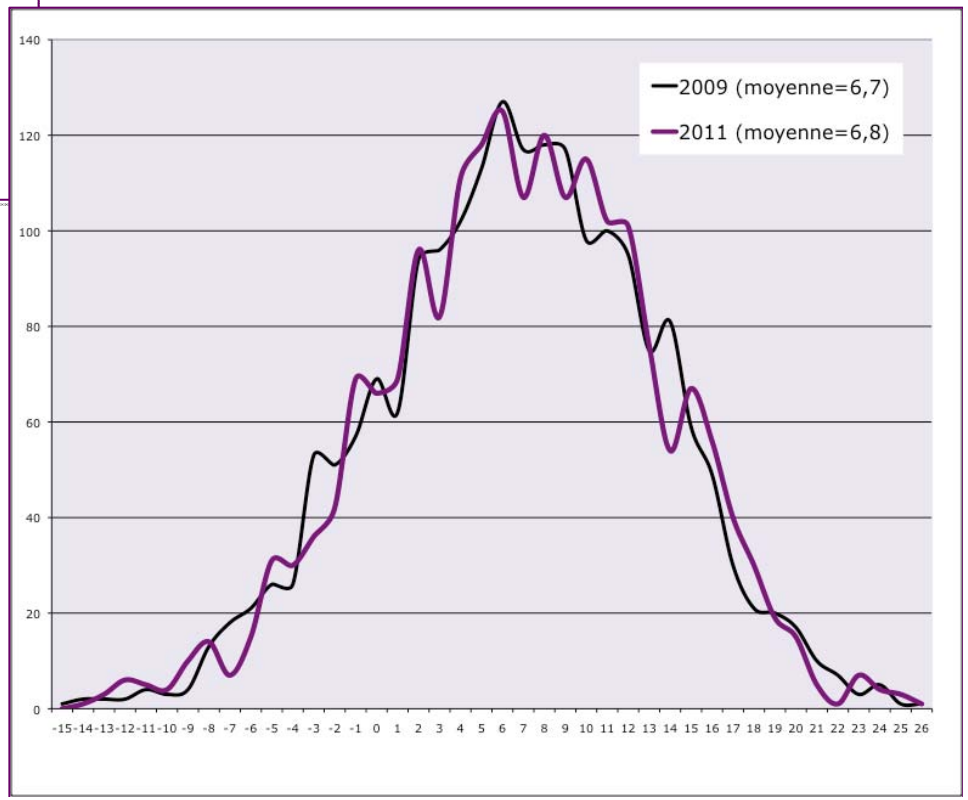
La distribution du score de risque entre 2007 et 2011

Individus panelisés *Pat€r*



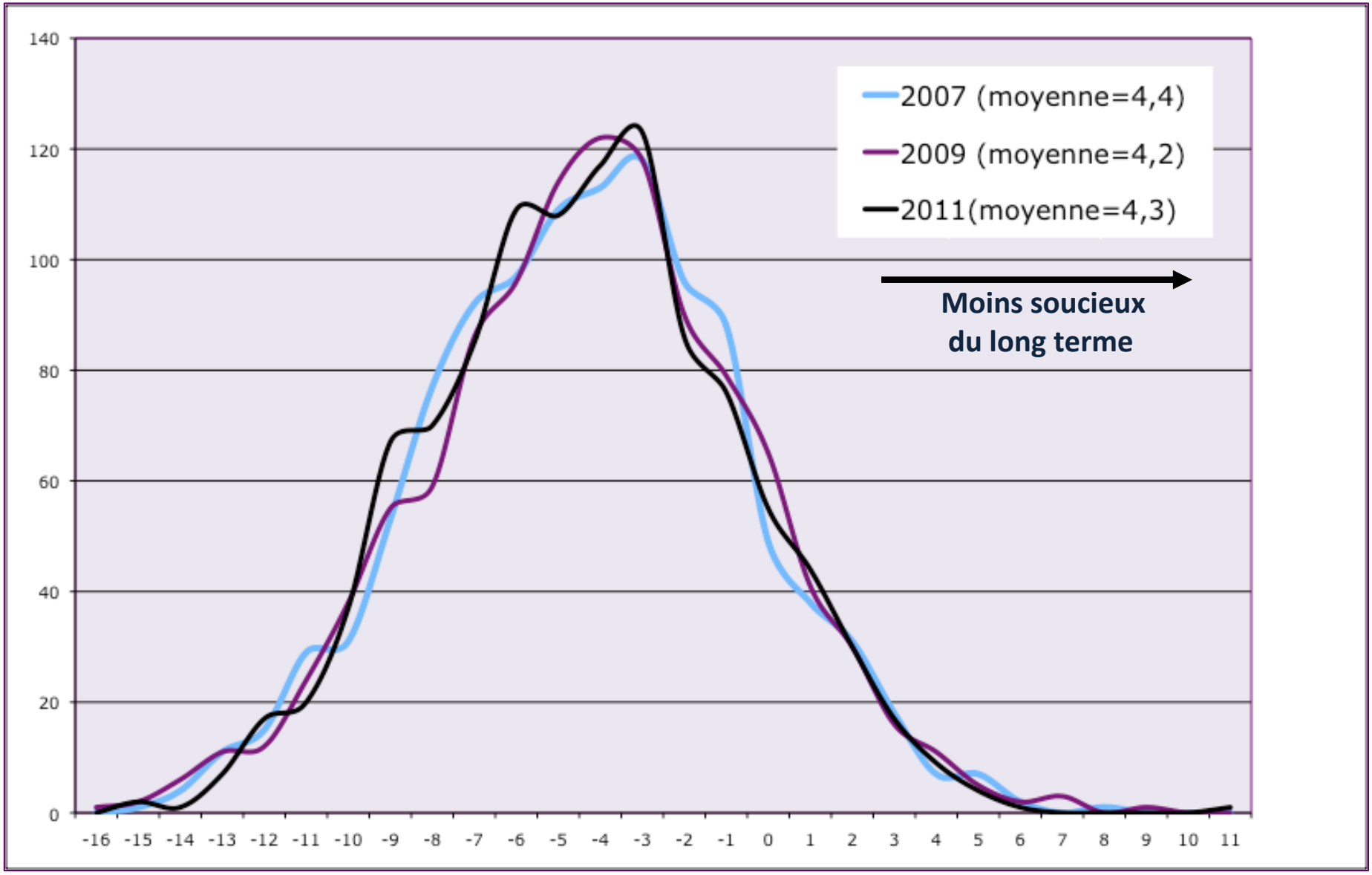
Score de risque en 2007 et 2009

Score de risque en 2009 et 2011



La distribution du score de préférence temporelle entre 2007 et 2011

Individus panelisés *Pat€r*



Conclusions

Pourquoi les épargnants sont-ils devenus plus prudents ?

- Leurs perspectives de **ressources** sont **plus aléatoires** (exposition au risque) et **plus faibles** (anticipation des rendements financiers). Les anticipations sont **hétérogènes et déterminantes (quelle rationalité ?)**.
  - Les anticipations de rendement des actions à 5 ans sont aussi bien à la hausse *(mean reversion),* qu'inchangées *(random walkers)* ou encore à la forte baisse *(momentum effect).*

- Leurs **préférences** ne semblent pas avoir changé
  - Elles sont globalement **stables** dans le temps au moins à court terme (psychologues)
  - Elles sont **hétérogènes** entre individus et expliquent significativement les différences de choix patrimoniaux
  - **Formation des préférences**: tôt dans le cycle de vie
    - Environnement : « *Depression babies* »
    - Origine sociale, éducation, sexe (pas l'éducation religieuse)
    - Mais surtout la famille: corrélation père / fils (0.2)

Conclusions

Plaidoyer pour un nouvel épargnant !

- **Comment générer des comportements *entreprenants* *(épargne longue et non sécurisée)***
  - Difficile de changer aptitudes & préférences pour adultes : mythe de « **l'épargnant nouveau** »
  - Changer anticipations (**éducation financière**): peu d'effet durable
  - ***Nudging*** : inscription automatique, solution par défauts, etc., mais risque reporté sur l'épargnant
  - Créer un monde plus sûr, plus solidaire, moins indéchiffrable (substitution des risques) => retour à **l'Etat-providence** ?