

Épargne et choix de portefeuille des ménages : approches micro et macroéconomiques

Vladimir BORGY

Direction des Études monétaires
et financières

Luc ARRONDEL et Frédérique SAVIGNAC

Direction des Études microéconomiques
et structurelles

La crise financière a rappelé le rôle majeur des comportements d'épargne et de placement des ménages dans les équilibres financiers. Par ailleurs, les investissements et l'allocation stratégique des actifs à long terme sont des enjeux clés pour les pays confrontés au vieillissement de leur population. La conférence internationale organisée par la Banque de France en mars 2011 a permis de dresser un état des lieux des évolutions des portefeuilles des ménages en Europe et aux États-Unis. Une attention particulière a été portée aux effets de la crise financière, à ses conséquences et aux défis de long terme à relever pour les régulateurs, les banques centrales, les investisseurs institutionnels et financiers ainsi que les ménages eux-mêmes.

Les travaux présentés font apparaître des effets contrastés de la crise selon les pays mais également au sein des populations. La perte moyenne en richesse nette a été massive, en particulier aux États-Unis, entre 2007 et 2009 et a concerné surtout les ménages les plus riches. Par ailleurs, certains ménages ont enregistré des gains sur la même période. Les pertes de richesse semblent avoir reflété essentiellement les évolutions des prix des actifs, les ménages ayant effectué peu de réallocations au sein de leurs portefeuilles.

Les interventions ont également mis en avant le rôle majeur des actifs immobiliers dans le comportement d'épargne des ménages et dans la transmission des chocs de prix d'actifs.

En outre, la question du financement à long terme a fait l'objet de plusieurs contributions. La question du rôle de la prévisibilité des rendements des actifs financiers pour l'allocation stratégique à long terme des actifs a été abordée. Enfin, face à l'accroissement de l'épargne placée sur les marchés financiers, conséquence de l'augmentation du niveau de vie, du développement des innovations financières et du renforcement des responsabilités individuelles pour le financement des besoins de long terme (retraite, santé, dépendance), les politiques d'éducation financière et l'information du public par les pouvoirs publics, mais aussi par les acteurs des marchés financiers, sont apparues comme essentielles.

Mots-clés : Choix de portefeuille, épargne, immobilier, retraites

Codes JEL : E21, F36, G11, G22

NB : Les auteurs remercient très chaleureusement Nicoletta Berardi, Imen Ghattassi et Kévin Tracol pour leur aide à l'établissement de cet article.

La Banque de France a organisé les 24 et 25 mars derniers une conférence sur le thème : « Épargne et choix de portefeuille des ménages : approches micro et macroéconomiques ». Cet évènement visait à dresser un panorama des comportements d'épargne des ménages en confrontant les points de vue d'experts de banques centrales, de chercheurs universitaires et d'investisseurs institutionnels et financiers.

Comme évoqué par Christian Pfister (Banque de France) dans son allocution d'ouverture, la crise financière a souligné les risques qui peuvent être associés à la composition de la richesse nette des ménages (endettement, immobilier, part des actifs risqués, etc.) pour la stabilité financière. Mais au-delà des enjeux de stabilité financière, la connaissance et la compréhension des comportements patrimoniaux des ménages constituent une nécessité pour la conduite de la politique monétaire. Les banques centrales doivent par exemple évaluer les effets de la valorisation des actifs financiers et immobiliers sur l'épargne et la consommation, appréhender l'évolution et la formation des anticipations des agents, ou encore se préoccuper des conséquences du vieillissement de la population sur l'allocation stratégique de long terme des actifs.

Pour répondre à ces questions, évaluer les risques et définir les mesures économiques appropriées, le recours à des approches complémentaires fondées, d'une part, sur les données macroéconomiques, d'autre part, sur des données individuelles collectées auprès des ménages s'avère nécessaire, comme l'a souligné Thomas Piketty (Paris School of Economics). Le Système fédéral de réserve (Fed) réalise ainsi régulièrement une enquête auprès des ménages américains sur leur patrimoine et leur comportement d'épargne et de consommation (*Survey of Consumer Finance*). De son côté, l'Eurosysteme est engagé dans la réalisation d'une grande enquête sur les comportements d'épargne des ménages européens, le *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) dont les premiers résultats pour l'ensemble de la zone euro sont attendus pour fin 2012.

L'originalité de la conférence a résidé dans la multiplicité des approches présentées : les trois sessions de présentation d'articles ont chacune apporté un double éclairage, micro et macroéconomique,

sur les évolutions du patrimoine des ménages, le rôle des anticipations dans les choix d'allocations d'actifs ou encore la question des retraites. Trois lectures ont été données par des experts renommés : Arthur Kennickell (Fed) sur la situation financière des ménages américains, Annamaria Lusardi (NBER et Dartmouth College) sur le rôle de l'éducation financière et Luis Viceira (Harvard Business School) sur les choix de portefeuille des patrimoines élevés. Deux tables rondes se sont également tenues : la première, consacrée aux effets de la crise financière, a été l'occasion de confronter les points de vue des experts d'institutions financières (banques, assurances) et d'investisseurs institutionnels. La table ronde finale a abordé la question des besoins de financement de long terme des ménages (retraite, santé, dépendance). La conférence a ainsi été l'occasion de traiter de questions qui intéressent directement les banques centrales, les investisseurs institutionnels et financiers, les pouvoirs publics et plus généralement un grand nombre de ménages. Cet article revient sur ses principaux enseignements : les déterminants des portefeuilles financiers et immobiliers, les effets de la crise et les problématiques liées au besoin de financement de long terme des ménages.

II | Que sait-on du comportement d'épargne des ménages ?

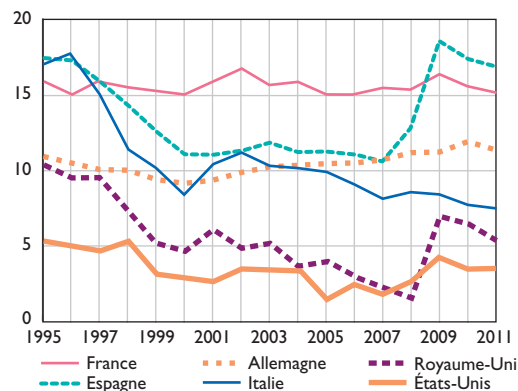
L'épargne et les comportements patrimoniaux des ménages jouent partout un rôle important dans le financement de l'économie. On observe toutefois de grandes disparités selon les pays, en matière de taux d'épargne, de montant et de composition des patrimoines des ménages. Ainsi, la France est un des pays où le taux d'épargne des ménages est le plus haut en Europe (15 %). À titre comparatif, les ménages américains épargnent moins de 5 % de leur revenu disponible (cf. graphique 1). En revanche, seuls 20 % des ménages français détenaient directement ou indirectement des actions en 2009¹, contre 50 % des ménages américains². Les arbitrages en faveur de la composante immobilière de la richesse sont également très variés : 58 % des ménages sont propriétaires de leur logement principal en France, ils sont 68 % aux États-Unis et 83 % en Espagne.

1 Source : Enquête Patrimoine 2009 (Insee)

2 La proportion de ménages détenteurs d'actions est encore inférieure en Allemagne (17 %), en Italie (15 %) ou en Espagne (14 %).

Graphique 1 Évolution des taux d'épargne en Europe et aux États-Unis depuis 1995

(en %)



Source : OCDE

Luis Viceira³ a souligné les difficultés rencontrées par les économistes pour expliquer ces allocations d'actifs. Il a ainsi dressé un inventaire des questions en suspens pour la recherche. Michael Scharnagl (Bundesbank)⁴ et Vladimir Borgey (Banque de France)⁵ ont dressé un panorama de la dynamique des portefeuilles financiers en Allemagne et en France sur longue période. Enfin, la composante immobilière des patrimoines a été abordée par Olympia Bover (Banque d'Espagne)⁶ dans son analyse des déterminants des décisions d'acquisitions immobilières en Espagne.

I | I Des énigmes non résolues

En introduction de sa lecture, Luis Viceira a rappelé qu'une meilleure connaissance des comportements patrimoniaux des agents requiert de s'appuyer sur une description approfondie des comportements ainsi que sur des recherches normatives visant à comprendre les choix de portefeuille des ménages (cf. Campbell, 2006)⁷. La confrontation de ces deux aspects fait apparaître que le comportement des ménages diffère des prédictions des modèles théoriques « standards » (hypothèse du cycle de vie, théorie des choix de portefeuille). L'un des exemples

les plus fameux de cette divergence est l'énigme de la prime de risque sur les actions (*equity premium puzzle*) : alors que les modèles enseignent que les portefeuilles des ménages doivent être parfaitement diversifiés et inclure une part, même minime d'actifs risqués, on observe des taux de détentions d'actions hétérogènes selon les pays et souvent faibles.

Pour résoudre ces « énigmes », la littérature théorique récente s'est développée autour de deux axes.

- Développer notre connaissance des comportements des individus en mettant en évidence certains biais cognitifs. La finance « comportementale » s'attache ainsi à tenir compte de dimensions psychologiques absentes des modèles standards.

- Considérer que, face à la complexité de l'environnement économique, les individus font des erreurs et ne sont pas en mesure de prendre les décisions conformes à leurs préférences. Cette complexité tient à la difficulté de planifier des séquences d'investissement à long terme et aux imperfections sur les marchés financiers. Ces dernières peuvent résulter de multiples facteurs : caractère illiquide de certains actifs, contraintes d'accès au crédit, complexité des produits financiers ou encore des systèmes fiscaux.

Ces deux explications ne sont pas exclusives l'une de l'autre et il existe des interactions entre la psychologie des comportements et les évolutions de l'environnement économique.

I | 2 Évolution du patrimoine financier des ménages : l'exemple de la France et de l'Allemagne

D'un point de vue descriptif, il apparaît que la structure des portefeuilles se modifie sur longue période. En particulier, la part des contrats d'assurance-vie et des fonds de pension dans les portefeuilles des ménages français a fortement progressé au cours des dernières décennies (cf. graphique 2). Des évolutions similaires sont par exemple observées en Allemagne.

3 Viceira (2011) : "Investment decisions of high net worth households"

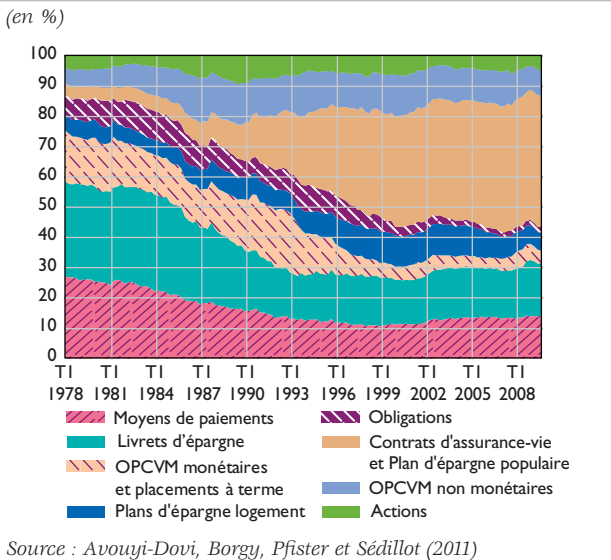
4 Ramb et Scharnagl (2011) : "Households' portfolio structure in Germany"

5 Avouyi-Dovi, Borgey, Pfister et Sédillot (2011) : "An empirical analysis of portfolio choice in France"

6 Bover (2011) : "Housing purchases and the dynamics of housing wealth"

7 Campbell (2006) : "Household finance", *Journal of Finance*, vol. LXI, n° 4, p. 1553-1604

Graphique 2 Évolution de la structure des portefeuilles financiers des ménages en France (1978-2009)



Cette déformation peut s'expliquer par de nombreux déterminants des choix des ménages : les écarts de rendements entre actifs, les dispositifs fiscaux, la liquidité des actifs. Elle peut aussi refléter des ajustements liés aux innovations financières sur la période (développement de nouveaux produits d'épargne...) ou encore des changements structurels comme le vieillissement de la population. Ce constat constitue le point de départ des travaux présentés par Michael Scharnagl et Vladimir Borgy, basés respectivement sur des données allemandes (période 1959-2009) et françaises (période 1978-2009). Leurs études s'appuient sur une méthodologie commune, le modèle FAIDS⁸. Celui-ci permet notamment d'identifier le caractère complémentaire ou au contraire substituable des différents actifs financiers et de tenir compte de facteurs macroéconomiques dans un cadre unifié et cohérent. Dans les deux pays, les résultats mettent en évidence le rôle significatif des évolutions démographiques sur la structure des portefeuilles. Par exemple, avec les données françaises, il s'avère qu'un accroissement de la part des personnes de plus de 65 ans dans la population a eu un impact négatif sur la détention d'actifs risqués (actions détenues directement ou *via*

des OPCVM non monétaires principalement) et a favorisé les placements sous forme d'obligations et de contrats d'assurance-vie. Ceci est conforme à ce qui est préconisé par la littérature académique : une population « vieillissante » devrait augmenter la part de son portefeuille liquide non risqué et diminuer la part détenue sous forme d'actifs risqués.

La discussion de Jérôme Glachant (Université d'Évry-Val d'Essonne) a porté sur les choix de modélisation retenus dans les deux études. En particulier, il a rappelé les principales différences entre le modèle FAIDS et le modèle d'utilité espérée, plus largement diffusé dans la littérature.

I | 3 Le rôle de l'immobilier

Comme évoqué par le sous-gouverneur de la Banque de France Jean-Paul Redouin, l'évolution de la composante immobilière des patrimoines est un sujet d'étude majeur pour les banques centrales : cet actif constitue généralement une part importante de la richesse des ménages (plus de 50 % en France) et l'évolution des prix dans ce secteur est une composante essentielle des équilibres financiers.

Les actifs immobiliers présentent des caractéristiques très différentes des actifs financiers. Leur spécificité s'explique essentiellement par leur double nature, de bien durable de consommation (qui permet de satisfaire les besoins en logement, présent et futurs) et de bien d'investissement (qui contribue à la diversification des portefeuilles mais aussi à leur risque). La faible liquidité et la durabilité de cet actif lui donnent également un statut particulier dans le portefeuille des ménages. De plus, les acquisitions immobilières des ménages sont le plus souvent financées en recourant aux emprunts bancaires et nécessitent généralement un apport personnel. Par ailleurs, le rôle des actifs immobiliers, notamment comme garantie bancaire lors d'opérations de prêts, semble avoir été déterminant dans le déroulement de la crise aux États-Unis (cf. Duca, Muellbauer et Murphy, 2010)⁹. Du point de vue des ménages, l'immobilier joue un rôle prépondérant dans les choix

8 Ce modèle trouve son origine dans les modèles de système de demande (Almost Ideal Demand System – AIDS) proposés par Deaton et Muellbauer (1980) dont l'adaptation à des systèmes de demande d'actifs financiers a été développée notamment par Barr et Cuthbertson (1991).

Barr et Cuthbertson (1991) : "Neo-classical consumer demand theory and the demand for money", *Economic Journal*, 101 (407), p. 855-876

Deaton et Muellbauer (1980) : "An almost ideal demand system", *American Economic Review*, vol. 70 (3), p. 312-326

9 Duca, Muellbauer et Murphy (2010) : "Housing markets and the financial crisis of 2007-2009: Lessons for the future", *Journal of Financial Stability*, vol. 6(4), p. 203-217

d'allocation d'actifs. Il permet ainsi de couvrir tout le spectre des motifs d'épargne :

- motif de précaution, car sa détention permet de se couvrir contre les aléas des évolutions futures des loyers ;
- motif de retraite, car il satisfait les services d'habitat des vieux jours et en cas de revente permet de financer la consommation aux âges avancés ;
- motif de transmission, car cet actif peut être légué à ses enfants et constitue l'essentiel de nombreuses successions.

Une analyse des déterminants des achats immobiliers des ménages en Espagne a été présentée par Olympia Bover. Elle s'appuie sur l'enquête réalisée par la Banque d'Espagne auprès des ménages espagnols depuis 2002¹⁰ pour identifier les déterminants des montants des achats immobiliers ainsi que ceux de l'année à laquelle ces achats ont lieu. L'originalité de l'étude est de s'intéresser aux transactions immobilières et non au stock ou aux prix immobiliers. Ses résultats mettent en avant l'impact des anticipations des rendements immobiliers futurs sur la décision d'achat immobilier des ménages. Les anticipations jouent essentiellement sur les montants investis (les investissements immobiliers sont plus importants lorsque les ménages anticipent une hausse des rendements futurs) mais elles ne semblent pas modifier la date d'achat. Les conclusions sont similaires quelle que soit la nature de l'acquisition immobilière : résidence principale, secondaire ou immeuble de rapport.

Anne Laferrère (Insee) a rappelé les particularités du marché immobilier en Espagne : plus de 80 % des ménages sont propriétaires de leur résidence principale et les résidences secondaires représentent une forte proportion du stock de logements (environ un tiers du total). Son commentaire a souligné l'adéquation entre ces éléments factuels et la modélisation économétrique adoptée dans l'article. La principale suggestion a porté sur la mesure des anticipations : des mesures plus désagrégées au niveau individuel (tenant compte notamment des effets de l'éducation des individus sur la formation de leurs anticipations) seraient utiles pour confirmer les résultats obtenus.

2| Les effets de la crise sur l'épargne des ménages : premiers bilans

La conférence a été l'occasion de dresser un premier bilan des effets de la crise sur les patrimoines des ménages et des politiques publiques de protection des épargnants et de régulation des marchés.

La lecture d'Arthur Kennickell¹¹, présidée par Thomas Piketty, a dévoilé les effets contrastés de la crise au sein de la population américaine. Ce diagnostic sur les comportements des ménages américains a été complété par l'analyse des portefeuilles de riches ménages présentée par Luis Viceira¹². Frédérique Savignac (Banque de France)¹³ a présenté une étude traitant des effets des évolutions des prix d'actifs immobiliers et financiers sur la consommation des ménages en France. Puis une table ronde présidée par Edouard Vieillefond (Autorité des marchés financiers – AMF) s'est ouverte par la lecture d'Annamaria Lusardi consacrée à ses travaux sur l'éducation financière des ménages et Olivier Garnier (Société Générale), Philippe Trainar (SCOR) et Benjamin Dubertret (Caisse des dépôts et consignations) ont fait part de leur expérience en matière de gestion d'actifs dans le contexte de la récente crise financière.

2| I Des effets contrastés au sein de la population américaine

Les premiers résultats de l'édition 2009 de l'enquête *Survey of Consumer Finances* (SCF) réalisée par la Fed (cf. encadré 1) ont été présentés par Arthur Kennickell. Il a rappelé qu'aux États-Unis la richesse nette des ménages a diminué de 20 % en moyenne entre 2007 et 2009.

Les données collectées au niveau des ménages indiquent que cette baisse a affecté tous les niveaux de richesse. Cependant, elles révèlent aussi que ces moyennes masquent de fortes disparités au

10 Cette enquête (Encuesta financiera de las familias, EFF) est intégrée à l'enquête de l'Eurosysteme, le Household finance and consumption survey (cf. encadré 1).

11 Kennickell (2011) : "Tossed and turned: distributional shifts in the United States 2007-2009"

12 Viceira (2011) : "Investment decisions of high net worth households"

13 Arrondel, Savignac et Tracol (2011) : "Wealth effect on consumption plans: French households in the crisis"

sein de la population américaine. Si la majorité des ménages (62,5 %) a connu des pertes importantes, d'autres (environ 36,8 %) ont enregistré des gains. En 2009, les montants médians des pertes (respectivement des gains) sont évalués à 41,5 % de la richesse nette de ces ménages en 2007 (respectivement 32,8 %). Les ménages qui ont connu un accroissement de leur richesse nette au cours de la période sont notamment des détenteurs de patrimoine professionnel (dirigeants d'entreprise) dont les activités se trouvaient dans des secteurs porteurs. La baisse globale de la richesse nette

provient essentiellement des pertes subies par les ménages se situant parmi les 1 % les plus riches de la population. Ces ménages qui détiennent un tiers du patrimoine net global (aussi bien en 2007 qu'en 2009), ont vu baisser, en moyenne, leur richesse nette de 9 à 6,9 millions de dollars entre les deux dates. Ces pertes représentent la moitié de la baisse globale de la richesse nette totale des ménages. Arthur Kennickell a également souligné que les taux de détention d'actifs¹⁴ ont peu évolué entre 2007 et 2009. Plus de la moitié des ménages n'ont pas effectué de réallocation d'actifs au sein de leur portefeuille. La présence de dette

ENCADRÉ I**Analyser l'épargne et les choix de portefeuille des ménages à partir de données individuelles**

Deux caractéristiques majeures des patrimoines sont à considérer pour analyser les comportements d'épargne des ménages. D'une part, la répartition du patrimoine global est concentrée auprès de certains ménages : les 1 % les plus riches détiennent un tiers du patrimoine global aux États-Unis, cette proportion étant de l'ordre d'un quart pour la France. D'autre part, l'éventail des actifs immobiliers, financiers, professionnels et des dettes varie d'un ménage à l'autre : les évolutions observées au niveau macroéconomique peuvent ainsi résulter de la situation de certaines sous-populations, comme cela a été le cas des ménages américains endettés pendant la crise financière. Pour comprendre ces phénomènes, des informations individuelles recueillies au niveau des ménages par le biais d'enquêtes représentatives sont nécessaires. La conférence a été l'occasion d'évoquer les questions méthodologiques associées à la collecte de ces informations. Arthur Kennickell (Fed) a fait part de son expérience en la matière en évoquant l'enquête américaine, le Survey of Consumer Finances. Michael Ehrmann (Banque centrale européenne – BCE) a détaillé l'enquête actuellement en cours de réalisation dans l'Eurosystème, le Household Finance and Consumption Survey.

L'enquête de la Fed : Survey of Consumer Finances (SCF)

Depuis 1983, la Fed conduit tous les trois ans une enquête auprès des ménages américains sur leur patrimoine (immobilier, financier, professionnel, retraite) et leur endettement. Suite à la crise, les ménages interrogés en 2007 ont été recontactés en 2009 pour diagnostiquer finement les modifications intervenues dans leurs finances.

L'enquête de l'Eurosystème : Household Finance and Consumption Survey (HFCS)

Une enquête harmonisée dans les pays membres de l'Eurosystème sur le patrimoine des ménages a été lancée en 2008. L'objectif est d'analyser les comportements d'épargne des ménages, leurs choix de portefeuille, leur endettement, leur retraite, etc. Ces données permettront des comparaisons internationales et la construction d'indicateurs agrégés pour l'ensemble de la zone. Elles seront à terme accessibles aux chercheurs.

Le dispositif s'appuie sur les enquêtes déjà existantes dans certains pays : enquête SHIW (Survey on household income and wealth) de la Banque d'Italie, l'enquête EFF (Encuesta financiera de las familias) de la Banque d'Espagne, et l'enquête Patrimoine de l'Insee à laquelle la Banque de France s'est associée pour l'édition 2009.

Des informations détaillées sont disponibles sur le site internet de la BCE : http://www.ecb.int/home/html/researcher_hfcn.en.html

14 Il s'agit du pourcentage de ménages dans la population américaine détenant un actif considéré.

a été constante (environ deux tiers des ménages américains ont un ou plusieurs crédits) et le taux de propriétaires d'immobilier résidentiel a été stable (il varie de 50 % pour la moitié des ménages les moins riches à 100 % parmi les 1 % les plus riches). L'analyse de l'enquête de la Fed fait ainsi apparaître que les modifications de richesse intervenues entre 2007 et 2009 sont essentiellement dues aux évolutions des prix des actifs. Enfin, les ménages américains se sont déclarés globalement plus prudents en 2009 : ils annoncent majoritairement souhaiter accroître leur épargne de précaution et restreindre leur prise de risques.

Luis Viceira a apporté un éclairage supplémentaire sur les choix de portefeuille des ménages américains les plus riches. Comme évoqué précédemment, la compréhension des mouvements globaux de patrimoine passe par l'analyse des catégories de la population au patrimoine élevé. Luis Viceira s'appuie sur des données individuelles fournies par une entreprise spécialisée dans la gestion des hauts patrimoines (la richesse moyenne des ménages considérés s'élève à 13 millions de dollars). Ces ménages présentent certaines caractéristiques susceptibles d'avoir des effets spécifiques sur leurs comportements patrimoniaux : le patrimoine financier représente une part prépondérante (entre 60 % et 80 %) de leur patrimoine. Les portefeuilles sont très diversifiés, tous les types d'actifs financiers y étant présents avec une très grande variété de supports. Un des enseignements principaux de l'analyse de ces portefeuilles sur la période 2000-2009 est leur très grande stabilité. Le portefeuille moyen est ainsi investi à 30 % dans des titres à revenu fixe (obligations), 50 % en actions cotées, 10 % dans des *hedge funds*, et 10 % en fonds de capital-investissement et capital-risque. Cette stabilité suggère des motivations fiscales : les réallocations au cours du temps semblent viser à maintenir cette répartition. Un changement notable est toutefois intervenu fin 2008 avec une baisse significative de la part des actions à 20 % dans le patrimoine financier. Cette baisse reflète les évolutions des prix sur les marchés financiers, les ménages ne semblant pas avoir réorienté leurs investissements pendant la crise.

2 | 2 En France, des effets de richesse sur la consommation limités mais des anticipations plus pessimistes

Avec la récente crise financière, les ménages en France ont dû faire face à une incertitude renforcée quant à l'évolution des prix des actifs immobiliers et financiers. En effet, les prix immobiliers ont baissé de 7 % en 2008 après avoir augmenté régulièrement au cours de la décennie précédente (+ 50 % en 10 ans). Dans le même temps, les marchés financiers ont connu une chute spectaculaire à partir de décembre 2007 (- 40 % au cours de l'année 2008).

L'étude présentée par Frédérique Savignac s'intéresse à l'impact de ces évolutions des prix d'actifs sur le comportement de consommation des ménages. En effet, la théorie du cycle de vie prévoit que les ménages lissent leur consommation tout au long de leur cycle de vie grâce à leur épargne. En cas de chocs non anticipés sur leur richesse, ils peuvent être amenés à réviser leurs plans de consommation. Si cette question a été souvent traitée à partir de données agrégées (cf. Chauvin et Damette, 2010)¹⁵, cette étude est la première pour la France à être réalisée à partir de données individuelles. Dans une première partie, les auteurs s'appuient sur l'Enquête Patrimoine 2009 de l'Insee (cf. encadré 1) pour évaluer l'effet quantitatif du patrimoine sur la consommation. Un effet limité mais significatif est trouvé : un euro de richesse supplémentaire se traduirait par un supplément de 0,3 centime de consommation annuelle. Cette évaluation est cohérente avec les travaux antérieurs réalisés sur données macroéconomiques. Le recours aux données individuelles permet en outre de mettre en évidence des effets de richesse différents selon la composition des portefeuilles des ménages : la richesse financière ne joue un rôle significatif que sur la consommation des détenteurs d'actions, qui sont les ménages les plus sensibles aux évolutions des marchés financiers.

Dans une seconde partie, les auteurs s'appuient sur l'enquête PATER¹⁶ qui fournit notamment

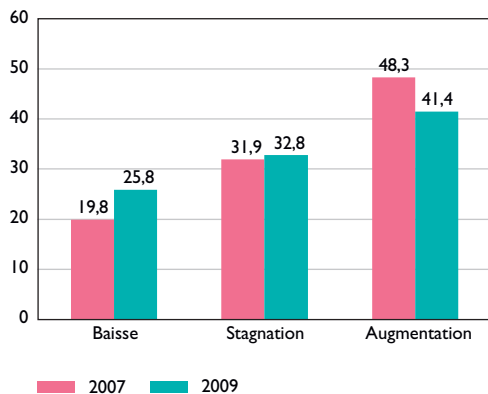
¹⁵ Chauvin et Damette (2010) : "Wealth effects: the French case", Document de travail de la Banque de France, n° 276

¹⁶ PATER pour Préférences et Patrimoines face au temps et au risque, première vague réalisée par l'Insee en 1998 sous forme de module complémentaire à l'Enquête Patrimoine, puis enquête reconduite à l'initiative de Luc Arrondel (Banque de France et CNRS-PSE) et André Masson (CNRS-EHESS), par l'institut TNS Sofres, sous la forme d'un questionnaire postal. L'édition de 2009 comprend un échantillon de 3 783 ménages représentatifs de la population française.

Graphiques 3 Évolution des anticipations des ménages en France entre 2007 et 2009

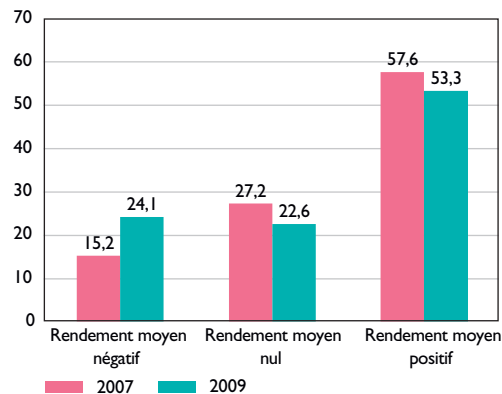
(en %)

Anticipations des variations de revenu du ménage sur les 5 ans à venir



Lecture : En 2007, 19,8 % des ménages pensaient que leur revenu allait en moyenne baisser sur les cinq prochaines années.
Source : Arrondel, Savignac, Tracol (2011)

Anticipations des rendements boursiers sur les 5 ans à venir

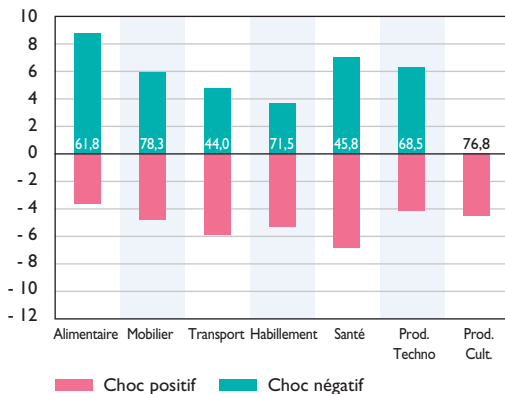


Lecture : En 2007, 15,2 % des ménages pensaient que la bourse allait en moyenne baisser sur les cinq prochaines années.

Graphiques 4 Effets de gains/pertes de richesse sur la probabilité de réduire les dépenses du ménage

(en points de %)

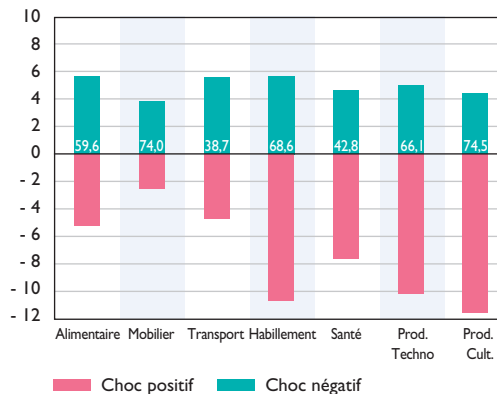
Effet de la richesse immobilière



Lecture : 61,8 % des ménages dont la valeur du patrimoine immobilier a été inchangée sur les deux dernières années ont réduit leur consommation alimentaire durant la crise. Si le patrimoine immobilier du ménage a subi un choc négatif, cette probabilité est plus élevée de 8,9 points de pourcentage. Inversement, si le patrimoine immobilier du ménage a subi un choc positif, cette probabilité est plus faible de 3,7 points de pourcentage.

Estimation : Résultats économétriques d'un modèle Probit simultané
Source : Arrondel, Savignac, Tracol (2011)

Effet de la richesse financière



des informations directes sur les anticipations de ménages enquêtés en 2007 et en 2009. Leurs résultats suggèrent que les ménages sont devenus plus pessimistes suite à la crise, aussi bien en ce qui concerne les marchés financiers que leur revenu (cf. graphiques 3). Une analyse complémentaire des effets de richesse à partir des informations qualitatives de l'enquête PATER confirme les résultats de l'enquête Patrimoine et montre en outre

que les anticipations des ménages expliquent, en partie, leur comportement de consommation. Enfin, les auteurs mettent en évidence que ces effets de richesse n'affectent pas de manière uniforme toutes les dépenses (cf. graphiques 4).

La complémentarité de ces résultats avec les travaux antérieurs réalisés sur données agrégées a été soulignée par Jirka Slacaleck (BCE). La discussion

a toutefois relevé les limites posées par la nature de l'enquête en coupe utilisée pour les évaluations quantitatives, car elle ne permet pas de suivre les évolutions du patrimoine de chaque ménage au cours du temps.

2 | 3 Quelles politiques publiques après la crise ?

Les difficultés auxquelles les ménages doivent faire face dans un environnement économique et financier complexe ont conduit les pouvoirs publics à promouvoir l'éducation financière, *via* des programmes éducatifs ou des plates-formes d'information. L'objectif est d'informer les ménages de façon à ce qu'ils soient en mesure de prendre les décisions adaptées à leur situation. En France, cette action est notamment menée par l'Institut d'Éducation financière du public (IEFP) ainsi que par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui ont mis en place un service commun d'information du public pour les questions relatives à l'assurance, aux services et produits bancaires, à la bourse et aux produits d'épargne¹⁷. Dans le monde universitaire, les travaux d'évaluation des connaissances financières se développent pour aider à la mise en place de politiques publiques.

Annamaria Lusardi a présenté les principales conclusions de ses travaux sur ces questions¹⁸. Aux cours des dix dernières années, elle a notamment contribué à la mise en place d'enquêtes internationales évaluant l'impact de la culture financière sur les choix financiers des ménages en matière d'épargne, de placement et d'endettement. On dispose ainsi d'informations similaires (cf. encadré 2) pour de nombreux pays. Dans la plupart des cas (États-Unis, Japon, Nouvelle-Zélande, etc.), seulement 30 % de la population semble être en mesure de répondre à des questions simples relatives aux taux d'intérêt, à l'inflation et à la diversification des risques. L'Allemagne constitue une exception : plus de la moitié des ménages allemands ont répondu sans erreur et ils apparaissent particulièrement sensibilisés à la question de l'inflation. Annamaria Lusardi a insisté sur la nécessité de la formation du public dans un contexte

ENCADRÉ 2

Cerner les connaissances financières des ménages

Du point de vue méthodologique, l'idée à la base des travaux empiriques sur l'éducation financière est de cerner, à partir de questions simples posées dans des enquêtes représentatives, la connaissance qu'ont les ménages de trois concepts clés : les taux d'intérêt, l'inflation, la diversification des risques. Les questions généralement posées dans ces enquêtes sont illustrées ci-dessous par celles d'Annamaria Lusardi :

Taux d'intérêt

Imaginez que vous ayez 100 dollars sur un compte rémunéré dont le taux d'intérêt est de 2 % par an. Au bout de 5 ans, si vous avez laissé l'argent sur ce compte, quelle sera la somme dont vous disposerez ?

- a) plus de 102 dollars
- b) exactement 102 dollars
- c) moins de 102 dollars
- d) je ne sais pas
- e) refus de répondre

Inflation

Imaginez que le taux d'intérêt auquel est rémunérée votre épargne placée sur un compte soit de 1 % et l'inflation de 2 % par an. Au bout d'un an, avec l'argent sur ce compte, vous serez en mesure d'acheter :

- a) plus qu'aujourd'hui
- b) exactement comme aujourd'hui
- c) moins qu'aujourd'hui
- d) je ne sais pas
- e) refus de répondre

Diversification

La phrase suivante est-elle vraie ou fausse ? « Une action d'une entreprise cotée en bourse procure généralement un rendement plus sûr qu'une part d'un fond commun de placement. »

- a) vrai
- b) faux
- c) je ne sais pas
- d) refus de répondre

¹⁷ Il s'agit de « Assurance Banque Épargne Info Service », cf. le site internet <http://www.abe-infoservice.fr/index.html>

¹⁸ Lusardi (2011) : "The role of financial literacy"

où les responsabilités individuelles (en matière d'épargne en vue de la retraite par exemple) sont amenées à se développer. Outre les actions d'information incombant aux institutions financières, elle préconise la mise en place de programmes éducatifs pendant la scolarité et de formations dans le cadre professionnel.

Face aux risques et aux problèmes de stabilité financière, les investisseurs institutionnels et financiers ont dû adapter leurs évaluations des risques et leurs investissements. Dans le même temps, de nouvelles réflexions ont été engagées sur la régulation des activités des marchés et de leurs acteurs, en particulier les banques et les assurances. Ces divers aspects ont alimenté les discussions de la table ronde consacrée aux points de vue des acteurs privés et institutionnels sur les conséquences de la crise.

Philippe Trainar est revenu sur les multiples sources de risques et les difficultés rencontrées par les professionnels pour les appréhender. Les événements qui peuvent avoir des conséquences sur les équilibres financiers, à plus ou moins long terme, sont effectivement très variés : troubles politiques et conflits militaires dans certaines régions de la planète, ralentissement de l'économie, risques de pandémie, risques associés aux évolutions climatiques, risques technologiques liés à l'émergence des nanotechnologies, etc. Il a souligné l'expertise des assureurs, confrontés quotidiennement à l'évaluation de risques extrêmes (il s'agit d'événements avec de très faibles probabilités de survenance mais aux conséquences qui peuvent être majeures, comme les catastrophes naturelles).

Olivier Garnier a axé son intervention sur les conséquences des nouvelles règles prudentielles pour les banques, les assurances et les ménages. Destinées à renforcer la stabilité financière, ces mesures pourraient cependant avoir des conséquences négatives sur les capacités des intermédiaires financiers à absorber les risques de marché et de liquidité.

Les questions relatives à la gestion de l'épargne réglementée en temps de crise ont été abordées par Benjamin Dubertret. Il a plus spécifiquement présenté le Fonds d'épargne qui centralise les fonds des

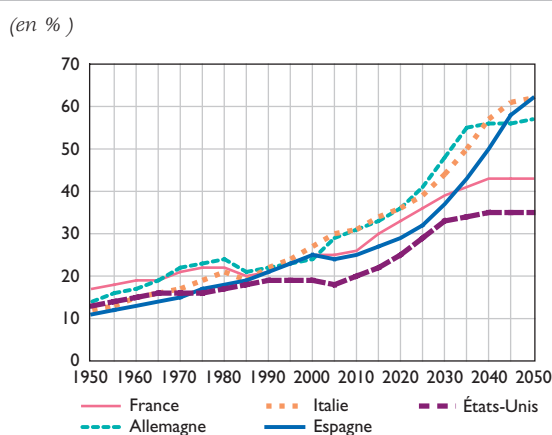
livrets réglementés (livrets A, livrets de développement durable et livrets d'épargne populaire) et assure le financement du logement social en France. Pendant la crise financière, le Fonds d'épargne a également été mobilisé pour les besoins de financement du système bancaire, des petites et moyennes entreprises ou encore des collectivités locales.

3 | Les investissements à long terme

Avec le vieillissement des populations et le départ en retraite de la génération du baby-boom, le ratio de dépendance, mesuré ici par le rapport des individus âgés de plus de 64 ans sur la population des 15-64 ans, est amené à augmenter (cf. graphique 5).

Dans ce contexte, les investissements sur longue période et leur allocation stratégique constituent un enjeu clé pour les gestionnaires de portefeuilles et pour les ménages. Plus spécifiquement, en matière de gestion d'actifs de long terme, la question se pose de savoir si les rendements peuvent être prévus. Les difficultés techniques de cette question ont été illustrées par les interventions de Michael Rockinger (HEC Lausanne)¹⁹ et Massimo Guidolin (Manchester Business School)²⁰.

Graphique 5 Évolution des ratios de dépendance en Europe et aux États-Unis à l'horizon 2050



19 Jondeau et Rockinger (2011) : "Portfolio allocation for European markets with predictability and parameter uncertainty"

20 Guidolin et Nicodano (2011) : "The economic value of timing higher order co-moments in bull and bear markets"

Par ailleurs, les réformes engagées par de nombreux États conduisent à une diminution du patrimoine retraite des actifs qui pourraient être amenés à renforcer leur épargne. Tullio Jappelli (Université de Naples)²¹ a analysé l'effet de l'incertitude des futurs niveaux de retraite sur les décisions de placements des ménages.

Enfin, la table ronde finale, présidée par Christian Durand (Banque de France), a fait le point sur les enjeux macrofinanciers des récentes réformes intervenues dans les domaines de la retraite, de la santé, et de la dépendance. Elle a réuni André Masson (CNRS-EHESS), Jean-Michel Charpin (Inspection générale des Finances), Luis Viceira, Didier Davydoff (Observatoire de l'Épargne européenne) et Edward Whitehouse (OCDE).

3|1 Peut-on prévoir les rendements des actifs financiers ?

À partir des données américaines, des travaux ont montré que certaines variables financières pouvaient servir à prédire les rendements futurs des actifs. Michael Rockinger a présenté des résultats nouveaux relatifs à dix pays européens. Les estimations, réalisées à partir d'un portefeuille composé d'un actif sans risque et d'un actif risqué, montrent qu'à l'exception de l'Italie, le ratio dividendes sur prix des actifs et l'inflation jouent un rôle significatif dans la dynamique des rendements des actifs financiers.

L'effet de l'incertitude associée à l'estimation du modèle utilisé a également été souligné. De manière intuitive, le fait de s'appuyer sur des modèles statistiques entachés d'incertitude devrait conduire les gestionnaires de portefeuille à une allocation d'actifs plus prudente. Alain Monfort (Crest, Banque de France et Université de Maastricht) est revenu sur un certain nombre d'éléments techniques de l'étude. Il a en particulier souligné que certaines variables utilisées ont pour caractéristique d'être très persistantes. En conséquence, il y a un risque important de biais dans l'estimation proposée.

Massimo Guidolin propose d'améliorer la prévision des rendements futurs en prenant en compte des moments statistiques supérieurs à ceux analysés usuellement pour l'allocation optimale de portefeuille et en s'appuyant sur des modèles à changement de régime. En effet, la modélisation traditionnelle fondée sur les travaux de Markowitz (1952)²² s'appuie sur l'analyse des rentabilités et des risques (*i.e.*, les moyennes et variances des distributions des rendements). Cependant, si les investisseurs sont préoccupés par d'autres caractéristiques des distributions, par exemple leur asymétrie, ce cadre peut apparaître comme trop restrictif²³. Par ailleurs, la modélisation de changements de régime permet de tenir compte de propriétés statistiques des rendements des actifs (moyenne et variance notamment) différentes selon l'état du marché financier²⁴. Au total, la prise en compte de ces sophistications techniques permet d'améliorer la prévision des rendements futurs et par conséquent la performance des portefeuilles d'actions testés.

Imen Ghattassi (Banque de France) a rappelé l'importance de la question étudiée pour déterminer la meilleure allocation des portefeuilles des ménages à long terme. Elle a souligné l'intérêt des sophistications techniques proposées dans l'article. D'après elle, des applications de ce type de modèle à la gestion des portefeuilles sont possibles, sous réserve d'élargir la palette des actifs considérés, notamment en incluant des titres moins risqués que les actions.

3|2 Les ménages tiennent-ils compte des risques associés à leurs retraites futures ?

Pour les ménages, en particulier pour les plus jeunes, les facteurs d'incertitude associés aux retraites futures sont nombreux et dépendent de l'évolution des revenus pendant la vie active, en lien avec les conditions macroéconomiques, des modifications fiscales et législatives (par exemple, l'allongement des durées de cotisations), etc. Les retraites futures peuvent être une source d'incertitude qui influence les décisions actuelles d'épargne et de placement.

21 Guiso, Jappelli et Padula (2011) : "How risky is pension wealth?"

22 Markowitz (1952) : "Portfolio Selection", The Journal of Finance, vol. 7, n° 1, p. 77-91

23 Cela revient à considérer que les rendements des actifs ne sont pas nécessairement distribués selon une loi normale, ainsi qu'à prendre en compte des moments supérieurs à l'ordre 2. L'investisseur représentatif maximise alors une fonction d'utilité espérée de sa richesse finale (*i.e.* à l'horizon de l'investissement) qui tient compte non seulement de la moyenne et de la variance mais également de l'asymétrie (*skewness*) et du coefficient d'aplatissement (*kurtosis*) de la distribution des rendements des actifs financiers.

24 Techniquement, la persistance de ces régimes engendre de la persistance dans les rendements d'actifs financiers et par conséquent de la prédictibilité.

Cette question a été l'objet de l'intervention de Tullio Jappelli qui a présenté les résultats de travaux à partir des données italiennes. Ceux-ci ont consisté en une double évaluation de l'incertitude liée aux retraites futures : i) une simulation statistique des taux de remplacement futurs, ii) une évaluation basée sur des informations directement recueillies auprès de ménages sur leur perception du niveau anticipé de leur retraite. Les résultats montrent que si globalement les ménages anticipent des taux de remplacement cohérents avec les dispositions législatives, certains d'entre eux anticipent des taux de remplacement qui en sont éloignés. Par ailleurs, l'incertitude associée aux retraites est la plus forte pour les jeunes générations et pour les travailleurs indépendants. Enfin, cette incertitude semble affecter certaines décisions de placement, en particulier en matière de fonds de pensions et d'assurance santé complémentaire : les ménages qui investissent dans ces produits financiers sont ceux faisant face à la plus forte incertitude quant à leurs retraites.

Dans sa discussion, Didier Blanchet (Insee) a souligné l'apport de ces évaluations qui tiennent compte de facteurs à la fois macroéconomiques et individuels. Il a formulé des suggestions techniques et relevé que, face à l'incertitude des taux de remplacement, les résultats suggèrent que les ménages tendent à investir dans des actifs financiers risqués. Les implications macrofinancières éventuelles de ce constat pourraient alimenter les réflexions en matière de politiques publiques et de réformes de retraites.

3|3 Implications macrofinancières des réformes sociales

En introduction de la table ronde finale, Christian Durand a rappelé les enjeux de long terme des changements démographiques pour les équilibres financiers. Il a souligné que les réformes sociales en cours dans de nombreux pays tendaient à encourager l'épargne individuelle en vue de la retraite ou encore pour le financement des dépenses de santé. Ces évolutions renforcent la nécessité de développer l'éducation financière des ménages, mais aussi celle de surveiller l'endettement des ménages. Elles sont également susceptibles d'avoir des implications directes sur les marchés financiers et sur l'émergence

de nouveaux produits financiers. Il s'agit donc de sujets majeurs pour le régulateur et pour la banque centrale.

André Masson a proposé une synthèse des travaux présentés pour ouvrir la réflexion sur le rôle des différents agents face à ces réformes sociales. Il a insisté sur le rôle particulier que peut jouer chacun des acteurs (la famille, les pouvoirs publics et les marchés) impliqués dans le financement des liens économiques intergénérationnels. Il a ainsi dégagé trois types de sociétés, selon l'importance relative des acteurs de la solidarité nationale entre générations, et donc, schématiquement, trois catégories de réformes face au vieillissement des populations : davantage d'assurances privées pour le modèle dit du « libre agent » des sociétés libérales, le renforcement des institutions publiques pour le modèle dit de « l'égalité citoyenne » des sociétés plus régulées et enfin des aides familiales accrues dans le modèle « multi-solidaire ».

Jean-Michel Charpin a axé son intervention sur le cas français. Les problèmes démographiques en France sont peu différents de ceux de la plupart des pays de l'OCDE. En effet, la structure de la population résulte de phénomènes largement répandus en Europe : un *baby boom* après la seconde guerre mondiale, une espérance de vie en progression plus élevée pour les femmes que pour les hommes. Par ailleurs, il a rappelé que la France bénéficiait d'un taux de fécondité élevé par rapport à la moyenne européenne. Si la proportion de ménages de plus de 60 ans va être en augmentation dans les quinze années à venir, l'effet du vieillissement sur les dépenses publiques deviendra important entre 2035 et 2065, période au cours de laquelle la population de plus de 60 ans se stabilisera mais où la génération des *baby boomers* sera dans un âge avancé. Il est revenu sur le récent rapport de l'OCDE²⁵ et a discuté les estimations de l'âge de départ en retraite à l'horizon de 2050. Sur la question du financement, Jean-Michel Charpin a rappelé les réformes ambitieuses qui ont été mises en place en France. Il a aussi souligné le fort taux d'épargne des ménages français. De son point de vue, la priorité est de définir les supports adéquats à cette épargne pour le financement des vieux jours. Jean-Michel Charpin a conclu son intervention en mentionnant que la simplification du système fiscal et la suppression des incitations fiscales à l'épargne sont le pré-requis pour l'établissement de supports efficaces.

25 OCDE (2011) : "Pensions at a glance 2011: retirement-income systems in OECD and G20 countries"

L'intervention de Luis Viceira a porté sur les problématiques liées aux fonds de pension et aux développements des régimes à contributions définies. Dans ce cas, le montant et la fréquence des contributions que le ménage est capable de fournir ont un impact déterminant sur le profil d'accumulation de son épargne au cours du cycle de vie. De plus, dans le cadre de leurs investissements à long terme, les individus sont amenés à prendre des décisions d'investissements complexes²⁶. Dans cette perspective, Luis Viceira a rappelé que les intermédiaires financiers ont un rôle clé à jouer.

Didier Davydoff a dressé un panorama de l'épargne en Europe (cf. graphique 1). Il a mis en avant le fait que les taux d'épargne semblent plus liés en Europe au comportement d'endettement des ménages qu'à la constitution d'une épargne de précaution ou à des préoccupations en matière de

retraite. Cela semble particulièrement le cas en Espagne où l'accroissement du taux d'épargne suite à la crise reflète un désendettement de la part des ménages.

Edward Whitehouse est revenu sur les principales conclusions du rapport de l'OCDE sur les retraites en Europe (cf. note 25). Il a défendu l'idée selon laquelle, dans les années à venir, l'épargne individuelle devrait compléter les retraites du système public et l'âge de départ en retraite reculer pour compenser, au moins partiellement, la hausse de l'espérance de vie.

Enfin, les discussions ont mentionné l'importance des actifs immobiliers dans le comportement d'épargne des ménages et la nécessité de trouver des solutions pour rendre ces actifs davantage liquides, notamment en vue de financer les vieux jours d'individus vivant plus longtemps.

26 Cette question a été analysée de manière approfondie par John Campbell et Luis Viceira dans leur ouvrage de référence "Strategic asset allocation : portfolio choice for long-term investors", Oxford, 2002.