

Laboratoire  
Paris-Jourdan  
Sciences Economiques,  
unité mixte de recherche  
CNRS/EHESS /ENPC /ENS

# PSE

## PREFERENCES FACE AU RISQUE ET A L'AVENIR : TYPES D'EPARGNANTS

Luc Arrondel et André Masson

Pour l'épargnant du cycle de vie, la gestion du futur soulève au moins un triple défi, qui concerne : la formation optimale de ses anticipations de l'avenir en fonction de ses croyances et de l'information recueillie ; l'incertain, probabilisable ou non, dont il doit déterminer la part qu'il est prêt à accepter selon ses préférences à l'égard du risque ; l'horizon décisionnel, qui couvre "l'ensemble théorique des périodes de calcul sur lequel l'agent entend établir ses plans et ses prévisions" (T.C. Koopmans) ici la durée de son existence , et varie selon sa préférence pour le présent, i.e. les poids décroissants qu'il attribue aux satisfactions à venir du simple fait de leur éloignement temporel.

Cette étude se focalise sur les deux dernières dimensions en cherchant à évaluer en quoi l'hétérogénéité des préférences individuelles à l'égard du risque et du temps permet de rendre compte des inégalités de patrimoine et de la diversité des choix de portefeuille plus précisément, de la part de ces inégalités ou diversité non expliquée par les caractéristiques des ménages habituellement observées dans les enquêtes.



Au-delà de ses schémas directeurs - modélisation axiomatique des comportements, individualisme méthodologique, principe de rationalité, orientation prospective des décisions dans le temps... -, la micro-économie de l'épargnant présente deux spécificités qui ressortent d'autant plus clairement qu'on la compare aux approches suivies dans d'autres sciences de l'homme et de la société.

► Traitant des comportements de l'épargnant, psychologues et sociologues mettraient l'accent sur la pluralité de ses logiques de choix et le caractère multidimensionnel de sa rationalité, en faisant référence à la multiplicité des temps individuels (P. Fraisse) et sociaux (G. Gürvitch). Les décisions d'un même agent en matière de patrimoine présenteraient ainsi une forte hétérogénéité du fait de la diversité des horizons auxquels elles se réfèrent, soit par exemple : [1] gestion des affaires courantes (liquidités) ; [2] choix de moyen terme (biens durables, encaisses de précaution) ; [3] plans de vie (logement, épargne-retraite, assurance vie) et au-delà : [4] désir de «survie par les siens», à travers un capital familial, les transmissions patrimoniales et les stratégies dynastiques ; [5] volonté de pouvoir, d'entreprise, de prestige ou d'éternité, à l'origine de grandes fortunes non familiales (A. Nobel et H. Hughes étaient sans descendance directe). La question clef serait alors de déterminer comment s'effectue, pour un sujet donné, la «coalescence» ou «syrrhèse» provisoire de ces horizons stratifiés, concernant des choix qui pèsent tous sur un même budget de ressources financières ou de temps disponible.

► Par ailleurs, la sagesse populaire comme la pensée savante introduisent souvent une dépendance étroite entre l'incertain et l'horizon, les attitudes face au risque et à l'avenir. Un discours à la mode a ainsi coutume d'expliquer que la montée des incertitudes à venir «raccourcit l'horizon» des agents. Les dictionnaires rapprochent d'emblée prudence et prévoyance et, de même, imprudence et insouciance, comme s'il s'agissait de synonymes ou de caractères complémentaires. La sociologie du risque, surtout, caractérise la modernité par une «culture du risque» où «la conscience des risques encourus devient un moyen de coloniser le futur» (A. Giddens) ; gérer les risques suppose de les anticiper, oblige à se projeter sans cesse dans l'avenir pour les maîtriser et s'adapter au changement.

► L'approche micro-économique (orthodoxe) se démarque nettement de ces deux traditions. Elle ne s'embarrasse pas des difficultés créées par la multiplicité des rythmes et des temps : hors certains modèles de self-control - qui décrivent le conflit intérieur entre un planificateur sur le long terme et un impulsif victime de ses passions -, chaque sujet est doté d'un horizon unique, soit, pour notre épargnant, un «horizon de vie», modulé par une préférence pour le présent qui lui confère un caractère éminemment subjectif. Mais surtout, s'agissant des rapports entre risque et temps, elle procède d'un double mouvement original, rarement souligné. D'un côté, tout est fait pour séparer les préférences individuelles à l'égard du risque ou de l'incertain (aversion au risque ou à l'ambiguïté, prudence, tempérance, etc.) de celles manifestées à l'égard du temps (préférence pour le présent, altruisme intergénérationnel), en les caractérisant par des paramètres définis indépendamment,  $\gamma$  (aversion relative) en matière de risque,  $\delta$  représentant le taux de dépréciation du futur, etc. Sous peine d'être taxée d'irréaliste, la théorie opère «comme si» les choix intertemporels pouvaient être abstraits de toute considération de risque - même relative à la survie. Mais de l'autre, les prédictions des modèles de cycle de vie vont dépendre de manière cruciale de l'interaction entre les deux types de paramètres : savoir seulement que l'épargnant aime le risque ( $\gamma$  faible ou même négative), ou bien qu'il est «myope» (forte préférence  $\delta$  pour le présent) n'apporte qu'une information limitée sur ses choix patrimoniaux ; savoir qu'il est les deux à la fois - aventureux et myope - renseigne bien davantage sur ces décisions d'épargne et d'investissement.

A partir du croisement des deux paramètres, les modèles standard (i.e. maximisation de l'utilité additive espérée actualisée à taux constant) introduisent alors à une typologie des épargnants en quatre régimes spécifiques d'accumulation patrimoniale :

- Les bons pères de famille : modèle de cycle de vie «représentatif», axé sur l'épargne pour la retraite et la précaution de long terme :  $\gamma$  élevé ( $> 1$ ),  $\delta$  faible (inférieur au taux d'intérêt  $r$ ).

- Les cigales prudentes : modèle de buffer-stock ou d'encaisses de précaution à moyen terme contre les chutes inopinées du revenu :  $\gamma$  élevé,  $\delta$  élevé ( $>> r$ ).

- Les entrepreneurs : modèle d'entrepreneur... :  $\gamma$  faible ( $< 1$ ),  $\delta$  faible.

# PSE

- Les têtes brûlées : peuvent se retrouver emprunteuses nettes (dans d'autres contextes, sujettes à «l'addiction rationnelle») :  $\gamma$  faible,  $\delta$  élevé.

Nous avons repris cette typologie en l'adaptant à un cadre «non standard», plus réaliste, en distinguant toujours un seul paramètre (composite) de préférence concernant les choix en incertain - l'attitude à l'égard du risque,  $\gamma$ , représentant tout aussi bien la prudence, la tempérance, l'aversion à la perte... - mais en «entourant» le taux de préférence pure pour le présent sur le cycle de vie,  $\delta$ , d'un degré d'impatience à plus court terme (temporellement incohérent) et d'un degré d'altruisme (pour sa descendance).

► Pour mesurer les préférences individuelles à l'égard du risque et du temps, nous avons construit un questionnaire méthodologique «Comportements face au risque et à l'avenir» qui a été posé, lors d'une seconde interview, à 1135 individus volontaires, tirés de l'échantillon de l'enquête Insee «Patrimoine 1998». Les (85) questions balayaient divers domaines de la vie (consommation, loisirs, santé, placements, travail, retraite, famille...) et prenaient différentes formes, des plus anecdotiques (prendre son parapluie en cas de météo incertaine, se garer au zone interdite) aux plus traditionnelles (loteries financières), en passant par des enjeux plus substantiels (santé, retraite, environnement...). Ce questionnaire a permis de construire, pour chaque enquêté, sous forme de scores qualitatifs - «moyennes» des réponses préalablement codées apportées aux questions pertinentes -, des indicateurs relatifs de son attitude à l'égard du risque, de son degré de prévoyance à long terme, de son degré d'impatience à court terme et de son degré d'altruisme (pour sa descendance). En particulier, la forte corrélation entre les «sous-scores» de risque concernant chaque domaine justifie le fait de ne retenir qu'un seul score pour caractériser l'attitude à l'égard du risque. En revanche, les mesures obtenues confirment bien la nécessité de distinguer la préférence pour le présent à long terme de l'impatience à court terme ou du degré d'altruisme.

► Considérons tout d'abord les déterminants de chaque score de préférence pris isolément. Les résultats montrent sans surprise que - toutes choses égales d'ailleurs - les plus aventureux sont plus souvent jeunes, célibataires, diplômés, hommes, enfants de chef d'entreprise ou de profession libérale, à haut revenu ; quant aux prévoyants, ils sont plus souvent d'âge mûr ou élevé, mariés avec enfants, et diplômés.

En outre, la corrélation entre l'attitude à l'égard du risque  $\gamma$  et la préférence pour le présent  $\delta$  apparaît significativement négative, (de l'ordre de - 0,3) : les «risquophiles» sont plus souvent myopes (et donc têtes brûlées), et les risquophobes plus souvent prévoyants (i.e. bons pères de famille).

Sur les montants de patrimoine, les scores de préférence ont des effets significatifs et conformes aux prédictions : être plus prudent ( $\gamma$  fort) ou plus prévoyant ( $\delta$  faible) augmente le montant de la richesse ; l'altruisme familial va aussi de pair avec une fortune plus élevée. Le patrimoine des ménages apparaît donc bien sous sa dimension plurielle : réserve de précaution, épargne pour les vieux jours et transmission pour les siens. Même si le gain explicatif obtenu avec les scores de préférence peut paraître modeste (du fait de l'extrême concentration des fortunes, l'hétérogénéité non observée n'est pas fortement réduite), les effets de ces variables subjectives sont quantitativement loin d'être négligeables, notamment pour la préférence temporelle : entre individus «extrêmes» (i.e. entre le plus «myope» et le plus prévoyant de l'échantillon), les écarts de patrimoine estimés vont ainsi de 1 à 4. Et une décomposition des inégalités de patrimoine à l'aide de l'indicateur de Theil montre que les paramètres de goûts ont conjointement un pouvoir explicatif de l'ordre de 10 à 15 %, supérieur à des variables comme l'origine sociale, le diplôme, le type de ménage, la taille d'agglomération, la présence de contraintes de liquidité ; seuls les facteurs explicatifs de référence (âge, revenu, CSP, héritage) font mieux.

► La typologie obtenue à partir du croisement des deux paramètres de préférence ( $\delta$  et  $\gamma$ ) conduit à des résultats encore plus prometteurs. Le graphique joint montre les délimitations choisies, qui ne valent qu'en relatif, en introduisant encore un cinquième groupe intermédiaire (le Marais) pour maximiser les distances statistiques entre les types d'épargnants. On pourrait ainsi s'étonner que les femmes ne «voient» pas, en moyenne, plus loin que les hommes ; en fait, elles sont plus souvent «bons pères de famille», mais plus rarement «entrepreneuses» (et beaucoup moins souvent «têtes brûlées»).

Surtout, l'analyse économétrique du montant et de la composition du patrimoine corrobore les prédictions déduites de la typologie croisée, en lui conférant un pouvoir explicatif appréciable.

Les «têtes brûlées» et les «cigales prudentes» détiennent sensiblement moins de patrimoine que les autres catégories d'épargnants, les «bons pères de famille» significativement plus. La trop faible épargne d'une part significative de la population à la veille de la retraite peut aussi s'expliquer en partie par leurs préférences : les «cigales prudentes» et les «têtes brûlées» sont deux fois plus nombreuses chez les «non-épargnants» (patrimoine / revenu permanent < 2), les «bons pères de famille» une fois et demi plus nombreux parmi les «épargnants». Mais la nécessité de «croiser» les paramètres de préférence s'impose encore davantage au niveau de la composition de la richesse : ainsi la demande d'actions ne dépend-elle pas significativement de la préférence temporelle ni de l'attitude à l'égard du risque prises isolément, mais seulement de leur interaction.

Les «cigales prudentes» ont effectivement un comportement plus prudent et plus imprévoyant (peu d'actifs risqués et moins d'assurances vie) que les autres ménages, mais sont demandeuses, à défaut, de produits d'épargne-assurance (Pep) ; les «têtes brûlées» ont un horizon court (moins de logement, d'assurance vie ou de produits retraite) mais prennent davantage de risque, au plan financier (valeurs mobilières) comme au plan professionnel. C'est le cas également des «entrepreneurs», qui voient cependant à plus long terme (la diffusion du logement, et surtout des retraites complémentaires volontaires, est supérieure à la moyenne). Enfin, fidèles à leur image, les «bons pères de famille», plutôt prudents et prévoyants, ont les probabilités de détention qui se rapprochent le plus de celles du répondant moyen : ils s'en différencient surtout par des demandes plus élevées pour les divers produits d'assurance vie et de retraite.

La typologie des épargnants retenue mérite certes discussion. Le caractère relatif des scores autorise un découpage flexible des groupes (voir graphique joint), mais jusqu'à quel point ? La typologie pourrait encore être affinée en introduisant l'altruisme familial : il existe de fait deux à trois fois plus d'altruistes, dernier quartile du score, chez les «bons pères de famille» (30,2 %) et les «entrepreneurs» que chez les «têtes brûlées» et les «cigales prudentes» (9,9 %). Elle devrait aussi être interprétée dans une perspective dynamique d'évolution des préférences sur le cycle de vie, tant il apparaît que l'on devient plus prudent et/ou plus prévoyant avec l'âge comme les enquêtés le reconnaissent eux-mêmes.

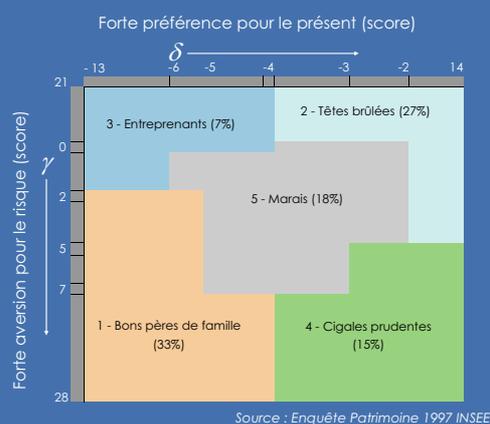
Laboratoire Paris-Jourdan  
Sciences Economiques  
48, boulevard Jourdan  
75014 Paris

► Cette étude ouvre sur de multiples extensions. Au plan théorique, on ne dispose pas encore de prédictions suffisamment précises concernant les quatre régimes d'accumulation (même dans le cadre standard). La méthode de mesure des préférences utilisée, qui donne de bien meilleurs résultats que les tentatives antérieures, économétriques ou expérimentales, mérite cependant d'être plus amplement validée : mesures agrégées obtenues sur de multiples domaines à partir d'une série de questions de nature différente, les scores sont censés éliminer les effets de contexte et les problèmes d'endogénéité des préférences. Les validations indirectes dont nous disposons (cohérence interne des indicateurs, analyse en composantes principales, positionnement des enquêtés eux-mêmes sur des échelles de risquophobie et de prévoyance, effets de l'âge et du sexe, tests d'endogénéité dans les équations de patrimoine, etc.) donnent toutes des résultats satisfaisants mais demandent à être confirmées sur d'autres enquêtes, d'autres questions, d'autres codages des réponses...

Au plan économétrique, sans doute faudrait-il, au lieu de proposer une batterie de tests sur les montants de patrimoine et les demandes des différents actifs, s'orienter vers le test d'un modèle structurel ?

Enfin, notre typologie semble rejoindre les préoccupations de marketing bancaire bien qu'elle parte d'une démarche radicalement différente : son ancrage théorique lui confère-t-elle vraiment une supériorité prédictive ?

### ► Distribution des différents types d'épargnant



## Le PSE

Pièce centrale dans la constitution d'un pôle d'excellence parisien en économie, visible internationalement, le laboratoire intègre des activités de recherche et d'enseignement autour des problèmes économiques contemporains, analysés essentiellement de façon quantitative, touchant à plusieurs disciplines des sciences économiques.

- Personnel permanent : 82
- Doctorants : 59