

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

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

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

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

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

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

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

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

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

-
1. OECD, *OECD Factbook 2010 : Economic, Environmental and Social Statistics*.
 2. TNS-finance, *The TNS Global Financial Crisis Study*.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

UNE RÉCESSION GÉNÉRALE ET UN CHÔMAGE SOUVENT EN FORTE HAUSSE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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