

ÉDUCATION FINANCIÈRE ET COMPORTEMENTS PATRIMONIAUX : MAUVAISE ÉDUCATION ET ZÉRO DE CONDUITE ?

LUC ARRONDEL*

« *We don't need no education...* »

Roger Waters, « *Another Brick in the Wall* », 1979.

A propos de la crise financière de 2008 et du savoir des économistes, coupables aux yeux de certains d'avoir été incapables de prévoir le *krach*, Paul Krugman affirmait dans un article au titre évocateur du *New York Times* (*How Did Economists Get It So Wrong?*, 2009) : « ...même pendant l'âge d'or de l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers, il semblait évident que de nombreux investisseurs du monde réel n'étaient pas aussi rationnels que le supposaient les modèles standards. » Depuis les années 1980, beaucoup remettent en cause les fondements de la théorie de l'agent rationnel (*l'homo oeconomicus*) et se tournent plutôt vers le « paradigme » concurrent, l'économie psychologique, proposant d'abandonner la finance néoclassique pour la finance comportementale¹.

Dans sa lecture de la crise, Shiller (2008) avait également souligné le manque de rationalité et de connaissances économiques de certains épargnants, notamment des plus « pauvres » : « La crise des *subprimes* et les problèmes financiers et économiques qui en ont découlé sont dus, en grande partie, à certaines défaillances de la démocratie, démocratie

* CNRS-PSE, École d'économie de Paris. Contact : arrondel@pse.ens.fr.

Cet article s'inscrit dans le programme de recherche « Économie publique et redistribution » du Cepremap que l'auteur remercie pour son soutien. Il a fait l'objet d'une présentation au colloque scientifique de l'AMF (Autorité des marchés financiers) (20 juin 2016). Il reprend largement les résultats de deux études de Arrondel *et al.* (2013 et 2015). Les commentaires de Laurent Clerc étaient très pertinents. La relecture finale de Michel Bibard a été très utile.

financière j'entends. Beaucoup de gens de la classe ouvrière et de primo-accédants à la résidence principale, qui se sont surendettés par rapport à la valeur hypothécaire de leur maison avec des taux variables, ne maîtrisaient pas l'information sur ce qu'ils faisaient – le genre d'informations facilement accessibles aux personnes les plus riches – et ont ainsi commis des erreurs graves. » L'impéritie en matière financière de certains épargnants aurait donc été l'une des causes de la crise.

C'est aussi le message sous-jacent, plus normatif, de la grande zélatrice de la *financial literacy* (éducation financière), Anamaria Lusardi, qui dans le *New York Times* d'avril 2010 écrivait à propos des réformes nécessaires du système financier : « L'éducation financière est un élément essentiel de la connaissance que tout étudiant devrait avoir... Tout comme la lecture et l'écriture sont devenues des outils indispensables aux individus pour réussir dans les économies modernes, il est aujourd'hui impossible de réussir sans être en mesure de lire et écrire financièrement »². Elle estime qu'entre 30 % et 40 % des inégalités de richesses au moment de la retraite pourraient être expliquées par la culture financière des ménages (Lusardi *et al.*, 2017). Sa collègue italienne, Elsa Fornero (2017), va plus loin en affirmant que cette *financial literacy* permettrait non seulement de « prendre les bonnes décisions », mais aussi de mieux comprendre les politiques publiques et les réformes, voire même de lutter contre un certain « populisme ».

254

En résumé, pour certains économistes, les épargnants se seraient donc « mal conduits » pendant la crise, que ce soit par manque de rationalité ou de compétences financières et il faudrait donc, selon eux, parfaire leur éducation financière ou leur donner les « bonnes incitations » pour éviter qu'ils ne fassent les mêmes erreurs. C'est l'objectif plus général des politiques d'« activation » ou de « promotion » de l'individu qui ont actuellement le vent en poupe (Castel, 2011) et qui visent à ce que chacun d'entre nous se conduise comme un entrepreneur de lui-même : « *You are your own CFO [Chief Financial Officer]*. »³

Ces politiques d'activation suscitent néanmoins des critiques des deux côtés de l'échiquier idéologique. Aussi bien « à gauche » (Castel, 2011) parce qu'elles aboutissent, pour l'individu, à une « désinscription » des systèmes de protection collective : « Un individu ne tient pas debout tout seul, et qu'à défaut de points d'appui assurés il risque la mort sociale. » Mais aussi par des penseurs plus libéraux comme Saint-Paul (2012) qui s'élèvent contre cette volonté post-utilitariste de faire le bonheur des individus malgré eux et affirme qu'il faut « rétablir l'autonomie individuelle, la liberté et la responsabilité comme les valeurs fondamentales de notre société et de définir en conséquence les limites strictes de l'étendue des interventions gouvernementales »⁴. C'est dans cette optique qu'il faut lire Friedman qui à propos de

l'éducation financière écrivait déjà dans les années 1950 : « De la même façon que les joueurs de billard n'ont pas besoin d'être des experts en physique pour jouer au billard, les individus n'ont pas besoin d'être des experts financiers puisqu'ils peuvent apprendre à se comporter optimalement par essais et erreurs » (Friedman, 1953). La pratique par l'expérience permettrait d'améliorer ainsi son comportement jusqu'à le rendre optimal. Le débat est lancé : « *Financial literacy for savers or not, that is the question.* »

La « finance des ménages » (*household finance*), notamment sa branche comportementale, justifie l'éducation financière des individus à partir des impasses empiriques de la théorie standard de l'épargnant (première partie). Se pose alors la question de sa mesure et de son évaluation (deuxième partie). Les Français sont-ils vraiment « nuls en finance » (*Le Parisien*, 9 novembre 2011, troisième partie) ? Leurs comportements financiers en sont-ils affectés (quatrième partie) ? Faut-il et que pourrait être une politique publique d'éducation financière (cinquième partie) ?

LES FONDEMENTS THÉORIQUES DE L'ÉDUCATION FINANCIÈRE (*FINANCIAL LITERACY*)

Bien que le concept moderne de *financial literacy* semble relativement récent chez les économistes, l'idée de familiariser les individus à l'épargne, notamment aux plus jeunes âges, est très ancienne. Ainsi, des « banques d'épargne scolaire » (*school saving banks*) sont présentes dans de nombreux pays dès le début du XX^e siècle (Garon, 2011). Plus près de nous en France, dans les années 1960, les caisses d'épargne et de prévoyance distribuaient à nos chères têtes blondes des « albums d'image épargne » pour développer l'« épargne scolaire ». Mais c'est sans doute au début des années 2000, dans un contexte propice aux politiques de « promotion de l'individu » que ce l'on entend aujourd'hui comme « éducation financière » apparaît véritablement, notamment avec le lancement du programme « *Financial Literacy* » de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques). Ce mouvement s'est concrétisé en France par la création de l'Institut d'éducation financière du public (IEFP) en 2006, de la Cité de l'économie et de la monnaie en 2011 et, plus récemment, du site de la Banque de France « Mes questions d'argent » au début de 2017.

Selon le Conseil de l'OCDE, l'éducation financière se définit comme le « processus par lequel un individu améliore sa connaissance des produits, concepts et risques financiers et acquiert au moyen d'une information, d'un enseignement ou d'un conseil objectif, les compétences et la confiance nécessaires pour : devenir plus sensibles aux risques et opportunités en matière financière ; faire des choix raisonnés,

en toute connaissance de cause ; savoir où trouver une assistance financière ; prendre des initiatives efficaces pour améliorer son bien-être financier ».

Pour situer le rôle de l'éducation financière dans la prise de décision financière des individus et leur impéritie éventuelle, il est nécessaire de la replacer dans le cadre de la théorie « standard » de l'épargnant. Cette théorie repose sur une double rationalité : une rationalité décisionnelle basée sur la maximisation d'une fonction d'utilité et celle des anticipations où les croyances des agents économiques, basées sur l'ensemble de l'information disponible, sont censées représenter correctement les incertitudes futures. Ainsi le modèle le plus couramment admis dans la profession, l'hypothèse du cycle de vie, postule que les individus adoptent un comportement prospectif et temporellement cohérent et consomment selon leurs préférences et leurs ressources globales tout au long de leur vie (Modigliani et Brumberg, 1954). Le patrimoine, réserve de consommation différée, permet alors à l'individu de lisser sa consommation sur son cycle de vie en fonction de son profil de revenus (revenu permanent). Pour expliquer la composition de ce patrimoine au cours du temps, il faut coupler ce modèle à la théorie des choix de portefeuille optimaux à la Arrow (Merton, 1969). Différentes extensions (imperfection des marchés, prise en compte de divers risques, transmissions intergénérationnelles) ont permis aussi d'enrichir le message initial du modèle de base : épargne et portefeuille de précaution (Kimball, 1993), existence de legs (cf. Arrondel et Masson, 2006), contrainte de liquidité (Gollier, 2001), etc.

256

Cette théorie standard postule donc, au moins implicitement, que pour prendre leurs décisions, les individus connaissent certains principes financiers, notamment pour déterminer leurs contraintes, comme l'actualisation, l'inflation ou les calculs d'intérêts et qu'ils disposent d'une certaine information sur l'environnement financier et économique. Les programmes de recherche de l'économie psychologique portant sur l'information, la *financial literacy* et la *cognitive ability* tendent à montrer que tel n'est pas le cas (Lusardi et Mitchell, 2014).

Ainsi les épargnants souffriraient d'un manque d'éducation financière (« illettrisme financier ») ou de capacités cognitives limitées (Lusardi, 2009 ; Guiso et Sodini, 2013). Ils ne maîtriseraient pas les principes économiques requis (formation rationnelle des anticipations, calcul d'actualisation, valorisation des actifs, etc.) ou pâtiraient d'une connaissance insuffisante des produits financiers ou de l'environnement économique (taux d'intérêt, marchés boursiers, système de retraite, etc.). Ils commettraient des « erreurs » de tous ordres, de calcul, de stratégie, mais aussi d'anticipation dans le recueil et le traitement

de l'information ou la formation de leurs croyances : révisions non bayésiennes, confiance exagérée dans leurs jugements (*overconfidence*). Ils seraient victimes d'« émotions » contraires à leur intérêt propre (impulsivité, excès de confiance en soi, regret ou déception injustifié, etc.), etc.

Ces différents « biais » mis en avant par l'économie comportementale sont censés venir expliquer, au moins en partie, certaines énigmes empiriques (*puzzles*). En matière d'épargne (Guiso et Sodini, 2013), la théorie standard n'arrive pas à expliquer pourquoi certains ménages ont un patrimoine insuffisant (*inadequacy of saving*) pour maintenir leur niveau de consommation durant leur retraite (environ 20 % en France) et la faiblesse du recours à la rente viagère (*annuity puzzle*). De même, sur les choix de portefeuille, la théorie standard a du mal à justifier la faiblesse de la diversification des patrimoines (*limited asset market participation puzzle*), en particulier sur les actifs risqués, tant en montant (*equity premium puzzle* : Mehra et Prescott, 1985 ; Kocherlakota, 1996) qu'en détention (*stock participation puzzle* ; Haliassos, 2003). Enfin, au-delà de la théorie de l'épargne, les biais observés dans la gestion du portefeuille de titres des ménages remettent également en cause la théorie standard : biais « maison » en faveur des actions nationales, diversification « naïve » (uniforme), effet de « disposition » conduisant à se séparer trop tôt d'actifs gagnants et trop tard d'actifs perdants, biais de *statu quo*, inertie, transactions excessives (Vissing-Jorgensen, 2004), etc.

257

La méconnaissance des actifs ainsi que les coûts d'information de toute sorte constituent à l'évidence une source d'incomplétude et de diversité des portefeuilles observés. Une abondante littérature récente s'intéresse aux facteurs liés à cette information qui semblent jouer un rôle important dans la participation au marché boursier : les capacités cognitives (Christelis *et al.*, 2010 ; Grinblatt *et al.*, 2011), la confiance (Guiso *et al.*, 2008), la « sensibilité » à la chose financière (Guiso et Jappelli, 2005), le temps passé à acquérir des informations (Guiso et Jappelli, 2007), les interactions sociales (Hong *et al.*, 2004 ; Arrondel *et al.*, 2017), l'optimisme (Jouini *et al.*, 2006) et l'éducation financière (van Rooij *et al.*, 2011 ; Lusardi et Mitchell, 2014). Cependant le mécanisme précis par lequel ces facteurs influencent les choix financiers des ménages (via le stock d'informations ou les anticipations, etc.) reste grandement à formaliser (Grinblatt *et al.*, 2011).

L'économie comportementale ne critique pas l'omniscience de l'épargnant uniquement sur la rationalité de ses comportements mais aussi sur celle de ses anticipations. L'hypothèse des anticipations rationnelles, notamment l'homogénéité des croyances a également été remise en cause depuis une trentaine d'années. La finance

comportementale invoque différents biais cognitifs dans la formation des anticipations ; pour Gollier (2013), « elle autorise les gens à rêver de rendements impossibles, à refuser les informations [pertinentes] qui ne leur conviennent pas, ou à accepter de ne pas être d'accord entre eux », ces biais psychologiques étant susceptibles de contribuer à expliquer « les bulles, les cycles, les *krachs* », surtout s'ils sont renforcés par une couverture médiatique elle-même biaisée ; elle s'inquiète encore du « pessimisme extrême des agents économiques dans les phases de crise [aiguë] », produit par une forte aversion à l'ambiguïté combinée à des anticipations de plus en plus sombres sur les prix boursiers.

COMMENT ÉVALUER L'ÉDUCATION FINANCIÈRE DES INDIVIDUS (DÉFINITION, MESURE ET DONNÉES) ?

L'éducation financière est généralement définie comme une composante spécifique du capital humain qui permet aux individus de manier des concepts relativement simples pour prendre les décisions financières adéquates (épargne, investissements, endettement). Ce concept couvre ainsi des dimensions variées : capacités cognitives, culture financière ou encore capacités à acquérir et traiter de l'information. L'une des difficultés réside donc dans sa mesure synthétique. Le *Big Three* (intérêts composés, inflation, diversification des risques) comprenant simplement trois questions de base (cf. *infra*) introduit par Lusardi et Mitchell (2014) dans le HRS américain de 2004 est rapidement devenu le format international standard. Mais il y a en fait peu d'études qui cherchent à savoir si cette mesure simple est la meilleure qui soit, voire supérieure à d'autres, plus riches en questions, couvrant des domaines plus variés ou dépendant du contexte socioculturel et de l'environnement économique des différents pays. La pertinence de ces variables pourrait ainsi dépendre des environnements socioéconomiques dans lesquelles elles sont mesurées. La seconde mesure assez largement reprise dans les enquêtes est celle qui consiste simplement à demander aux individus de s'auto-évaluer sur une échelle de connaissance. Elle a pour principale critique qu'elle serait biaisée vers le haut, les individus étant « optimistes » sur leurs connaissances (Hasting *et al.*, 2013)⁵.

Notre analyse empirique se base sur les données du panel PATER (*Patrimoines et préférences face au temps et au risque*), une enquête originale (cf. Arrondel et Masson, 2014) qui cherche à la fois à évaluer le patrimoine des ménages, mais aussi à mesurer les préférences individuelles en matière d'épargne ainsi que leurs anticipations en matière financière (revenu, bourse, etc.). Les différentes vagues de

l'enquête (2009-2011-2014) portent sur un échantillon représentatif de la population adulte française et incluent plusieurs questions pour évaluer la compréhension de concepts financiers de base. L'éducation financière est mesurée principalement à partir des trois questions usuellement retenues dans la littérature (*Big Three*), selon la méthodologie préconisée par Lusardi et Mitchell (2014), afin de pouvoir établir des comparaisons internationales : taux d'intérêt composés, inflation et diversification des risques. Le libellé des questions posées est le suivant.

1. Prenons l'hypothèse que vous ayez déposé 1 000 euros sur un compte épargne ayant un rendement de 2 % par an. Selon vous, au bout de cinq ans, combien détiendrez-vous sur votre compte épargne, si vous n'avez pas touché à votre dépôt initial ? (« Moins de 1 100 euros », « Exactement 1 100 euros », « Plus de 1 100 euros », « Je ne sais pas », « Ne répond pas »).

2. 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. Selon vous, au bout d'un an, avec l'argent sur ce compte, vous serez en mesure d'acheter ? (« Plus qu'aujourd'hui », « Autant qu'aujourd'hui », « Moins qu'aujourd'hui », « Je ne sais pas », « Ne répond pas »).

3. Voici quatre produits financiers. Classez-les de 1 à 4 du moins risqué au plus risqué selon vous : « Livret d'épargne », « Actions », « Obligations », « SICAV/Fond commun de placement (FCP) », « Je ne sais pas », « Ne répond pas ».

Les questions autorisent l'individu à indiquer qu'il ne sait pas répondre (modalité « Je ne sais pas ») ou de refuser de répondre (modalité « Ne répond pas »). Pour la question (trois) relative à la diversification des risques, la réponse est considérée comme correcte lorsque les « Actions » sont classées comment étant le placement le plus risqué, et incorrecte sinon.

LES FRANÇAIS SONT-ILS MAL ÉDUQUÉS ?

Les résultats détaillés pour 2011 (pour des raisons de comparaison internationales) sont donnés dans le tableau 1 (*infra*) en distinguant deux populations : l'ensemble de l'échantillon et les 25-65 ans.

Environ 48 % des personnes interrogées répondent correctement à la question sur les intérêts et 61 % comprennent l'impact de l'inflation sur leur pouvoir d'achat. Concernant le risque des placements financiers, 67 % des individus les classent correctement. Globalement moins d'un tiers des individus sont capables de répondre correctement à l'ensemble des trois questions. Cette éducation financière est cependant légèrement supérieure dans la population des 25-65 ans (près de

34 % obtiennent la note maximale). Ces résultats confirment les conclusions d'autres études françaises (Hass, 2012), notamment sur le calcul d'intérêts composés qui échappe en général à un Français sur deux.

Tableau 1
Statistiques descriptives des questions d'éducation financière
(en % pondérés)

	Ensemble	Âge 25-65
Taux d'intérêt		
Plus de 1 100 €	47,98	50,33
Exactement 1 100 €	27,64	27,87
Moins de 1 100 €	7,16	7,12
Je ne sais pas/NRP	17,22	14,68
Inflation		
Plus	2,68	2,66
Autant	8,77	9,38
Moins	61,18	61,69
Je ne sais pas/NRP	27,38	26,27
Risque		
Correcte	66,85	72,13
Incorrecte	18,53	18,14
Je ne sais pas/NRP	14,61	9,73
Total		
Toutes correctes	30,92	33,76
Aucune correcte	15,15	12,36
Au moins 1 « Je ne sais pas/NRP »	33,39	29,45
Toutes « Je ne sais pas »	2,7	1,9
Nombre d'observations	3 616	2 459

Source : Enquête PATER 2011 (tiré de Arrondel *et al.*, 2015).

L'un des avantages du *Big Three* est que sa simplicité permet des comparaisons internationales. C'est ce que nous propose le tableau 2 (*infra*) repris de Lusardi et Mitchell (2014). Sur le podium des trophées de l'éducation financière, on trouve les Allemands (53,2 % obtiennent la note maximale), suivis des Suisses (resp. 50,1 %) et des Néerlandais (resp. 44,8 %). En queue de peloton, on trouve les Suédois (21,4 %) et très loin derrière, les Roumains (3,8 %) et les Russes (3,7 %) portent les bonnets d'âne. Les Français sont au niveau médian, proche de celui des États-Unis (30,2 %). À noter que les Français surperforment sur les questions du risque de portefeuille, mais sous-performent sur celle portant sur le calcul d'intérêts composés.

Tableau 2
Statistiques descriptives des questions d'éducation financière à travers le monde

Études	Pays	Date	Taux d'intérêt composé		Inflation		Diversification des risques		3 réponses correctes	Au moins un NSP
			Correcte	NSP	Correcte	NSP	Correcte	NSP		
Lusardi et Mitchell (2011)	États-Unis	2009	64,9 %	13,5 %	64,3 %	14,2 %	51,8 %	33,7 %	30,2 %	42,4 %
Van Rooij, Lusardi et Alessie (2011)	Pays-Bas	2010	84,8 %	8,9 %	76,9 %	13,5 %	51,9 %	33,2 %	44,8 %	37,6 %
Bucher-Koenen et Lusardi (2011)	Allemagne	2009	82,4 %	11,0 %	78,4 %	17,0 %	61,8 %	32,3 %	53,2 %	37,0 %
Sekita (2011)	Japon	2010	70,5 %	12,5 %	58,8 %	28,6 %	39,5 %	56,1 %	27,0 %	61,5 %
Agnew, Bateman et Thorp (2013)	Australie	2012	83,1 %	6,4 %	69,3 %	13,0 %	54,7 %	37,6 %	42,7 %	41,3 %
Crossan, Feslier et Hurnard (2011)	Nouvelle-Zélande	2009	86,0 %	4,0 %	81,0 %	5,0 %	49,0 %	2,0 %	24,0 %	7,0 %
Brown et Graf (2013)	Suisse	2011	79,3 %	2,8 %	78,4 %	4,2 %	73,5 %	13,0 %	50,1 %	16,9 %
Fornero et Monticone (2011)	Italie	2007	40,0 %	28,2 %	59,3 %	30,7 %	52,2 %	33,7 %	24,9 %	44,9 %
Almenberg et Säve-Söderbergh (2011)	Suède	2010	35,2 %	15,6 %	59,5 %	16,5 %	68,4 %	18,4 %	21,4 %	34,7 %
Arrondel, Debbich et Savignac (2013)	France	2011	48,0 %	11,5 %	61,2 %	21,3 %	66,8 %	14,6 %	30,9 %	33, %
Klapper et Panos (2011)	Russie	2009	36,3 %	32,9 %	50,8 %	26,1 %	12,8 %	35,4 %	3,7 %	53,7 %
Beckmann (2013)	Roumanie	2011	41,3 %	34,4 %	31,8 %	40,4 %	14,7 %	63,5 %	3,8 %	75,5 %

Source : Lusardi et Mitchell [2014].

Ces résultats agrégés masquent cependant de fortes disparités au sein des populations en fonction de l'âge, du niveau d'éducation, du sexe et de la situation sur le marché de l'emploi comme c'est le cas en France (Arrondel *et al.*, 2013). Certains groupes sociodémographiques ont des niveaux d'éducation financière particulièrement faibles et ceci toutes choses égales par ailleurs.

Sans surprise, niveau d'étude et éducation financière sont corrélés positivement (près des deux tiers des titulaires d'un diplôme de 3^e cycle répondent correctement aux trois questions contre un sur dix pour les moins diplômés). Cependant le diplôme ne suffit pas à expliquer à lui seul les différences d'éducation financière. Les individus les plus jeunes et les plus âgés répondent moins souvent correctement que les individus d'âge moyen, ce qui dessine un profil concave de l'éducation financière au cours du cycle de vie. Il existe des différences significatives entre hommes et femmes : d'une part, les hommes répondent plus souvent correctement aux trois questions (36 %, contre 26 %) ; d'autre part, les femmes répondent plus souvent qu'elles ne connaissent pas la réponse à une question. Ce phénomène, déjà observé dans la littérature, peut refléter un excès de confiance dans les réponses des hommes, contrairement aux femmes qui éviteraient de répondre lorsqu'elles hésitent (Barber et Odean, 2001).

262

Plus original, des facteurs idéologiques et culturels comme les opinions politiques pourraient expliquer les performances aux tests (Arrondel *et al.*, 2013). Les individus qui déclarent ne pas avoir d'opinion politique ont de moins bons scores aux questions d'éducation financière que les autres (toutes choses étant égales) alors que les électeurs des partis centristes, au contraire, en ont de meilleurs. En France, les électeurs centristes sont caractérisés par une vision plutôt « libérale » de l'économie, plus sensibles aux politiques d'« activation de l'individu ». Leur performance en matière d'éducation financière pourrait donc être liée à leur opinion quant aux rôles respectifs de l'État providence et de la responsabilité individuelle. En revanche, aucune différence significative n'est observée entre électeurs de gauche et de droite. L'électorat de droite est plus hétérogène que l'électorat centriste rassemblant des électeurs aussi bien « libéraux » que « conservateurs » (Rémond, 1969). Cette hypothèse de l'influence de l'idéologie et du contexte économique sur le « stock » d'éducation financière des individus est observée d'un autre point de vue dans l'étude de Bucher-Koenen et Lamia (2016). Leur objectif est d'expliquer l'accumulation de la *financial literacy* en Allemagne, en séparant notamment les individus issus de l'ancienne RDA de ceux de l'ex-RFA. La conclusion la plus intéressante est que même en tenant compte des caractéristiques individuelles, il existe toujours une différence

(inexpliquée) entre les deux Allemagnes, les anciens de l'Ouest apparaissent plus « éduqués » financièrement que les anciens de l'Est.

ÉDUCATION FINANCIÈRE ET COMPORTEMENTS FINANCIERS DES ÉPARGNANTS : SE CONDUISENT-ILS MAL ?

Les effets de l'éducation financière sur les conduites des individus ont été analysés dans de nombreux contextes : épargne, choix de portefeuille, endettement, création d'entreprise (Lusardi et Mitchell, 2014). Deux facettes des comportements patrimoniaux des ménages seront analysées ici. La première concerne leur capacité à planifier financièrement et la seconde leur demande d'actifs risqués, notamment les actions. Ces deux analyses sont susceptibles d'éclairer le débat public actuel sur le souci d'orienter l'épargne vers des produits plus risqués et de long terme (Arrondel et Masson, 2014).

La capacité à planifier des individus est-elle liée à leur éducation financière ?

Ameriks *et al.* (2003) montrent que la capacité à planifier joue un rôle significatif pour expliquer les différences de comportements d'accumulation du patrimoine, notamment la précocité de la préparation de la retraite. L'identification des déterminants de cette propension à planifier, en particulier l'effet de l'éducation financière qui nous intéresse ici, peut intéresser le décideur public en matière de réforme des retraites. Existe-t-il une relation positive entre niveau d'éducation financière et capacité à planifier financièrement sa retraite chez les Français, comme c'est le cas aux États-Unis (Lusardi et Mitchell, 2014) ?

263

L'enquête PATER contient une question visant à évaluer cette capacité à planifier des ménages qui réplique celle de Ameriks *et al.* (2003) : « Avez-vous déjà fait un bilan précis de la situation patrimoniale de votre ménage (avoirs, placements financiers), afin de préparer vos projets d'avenir ? » Pour l'analyse empirique, seuls ont été pris en compte les individus non retraités âgés de 25 ans à 65 ans. Parmi ce sous-échantillon, près de 25 % ont répondu positivement à la question posée ci-dessus et se considèrent donc comme des « planificateurs » (Arrondel *et al.*, 2013).

C'est cette information qui est utilisée pour estimer les déterminants de la « propension à planifier ». L'éducation financière apparaît bien positivement et significativement corrélée au fait d'établir un plan financier pour le long terme : ceux qui ont répondu correctement aux trois questions (*Big Three*) ont une probabilité de 9 points supérieure à la moyenne de se projeter dans l'avenir. À noter cependant que d'autres facteurs individuels apparaissent plus importants que le score

de *financial literacy* : faire partie du 4^e quartile de revenu (Q4) permet d'augmenter la probabilité d'être un planificateur de 13,5 points par rapport aux plus pauvres (Q1) et avoir fait des études supérieures de 15 points par rapport aux moins diplômés⁶.

Éducation financière et détention d'actions

Une énigme empirique bien connue et beaucoup traitée dans la littérature économique concerne la faible proportion de ménages détenant des actions (*stock participation puzzle*), alors même que la théorie standard du choix de portefeuille prédit une parfaite diversification des patrimoines (Haliassos et Bertaut, 1995). En France, selon l'enquête PATER, seuls 30,4 % détenaient des actions, directement ou indirectement (via les fonds communs de placements). Le faible niveau d'éducation financière des ménages serait l'un des facteurs susceptible d'expliquer cette énigme (van Rooij *et al.*, 2011). Cette hypothèse est testée ici dans le cas de la France, en étudiant à la fois la décision de détenir des actions, puis conditionnellement à leur détention, la part du patrimoine investie dans le portefeuille (cf. tableau 3 *infra*).

L'éducation financière augmente bien de manière significative la détention d'actions. En termes de probabilité estimée (toutes choses égales par ailleurs), avoir répondu correctement aux trois questions du *Big Three* accroît de 7 points la détention d'actions. En revanche, cela n'affecte pas la part du portefeuille investie en actions. Comme pour la propension à planifier, cet effet est à comparer avec ceux d'autres variables qui sont quantitativement plus importants. Le fait de lire la presse économique augmente la probabilité de détenir des actions de plus de 15 points et accroît la part investie de 9,6 %. De même, le fait d'avoir des parents actionnaires augmente la détention de 10 points. Sans parler du niveau de patrimoine où la différence du nombre d'actionnaires entre les plus riches (Q4) (quintile) et les plus pauvres (Q1) est de 25 points. Comme on pouvait s'y attendre, les ménages les moins averses au risque demande d'avantage d'actions, que ce soit pour le choix discret (+ 9,6 points) que pour le choix continu (+ 17,6 %). Enfin la prime de risque (rendement espéré relatif) exerce aussi un effet positif sur le nombre d'actionnaires : 1 % de rendement espéré en plus se traduit par une détention supérieure de 8 points et un investissement supérieur de 7,6 % chez les actionnaires⁷.

En résumé, les tableaux 2 et 3 montre que si l'éducation financière joue bien un rôle sur la vision de long terme et le portefeuille des investisseurs, elle est loin d'en être le déterminant majeur. Si le décideur public cherche à orienter l'épargne dans le sens d'une épargne plus risquée et à plus long terme, il peut envisager d'améliorer les connaissances économiques des jeunes épargnants, mais ce sera loin d'être le

remède miracle (Arrondel et Masson, 2014). D'autres leviers sont possibles : fiscalité, coûts de transactions, informations, culture du risque, optimisme, etc.

Tableau 3
Demande d'actions (directe ou indirecte) et connaissances financières

Augmentation en points de pourcentage		Détention (oui/non) Moyenne = 30,4 %	Part du patrimoine financier investie en actions (pour les actionnaires) Moyenne = 20,4 %	
Coût de détention et de transaction	Éducation financière	Trois réponses correctes	+ 7,1	ns
	Information	Lit la presse économique	+ 15,3	+ 9,6
		Parents actionnaires	+ 10,3	ns
		Héritage reçu	ns	ns
Ressources	Héritage reçu de parents actionnaires	ns	+ 10,7	
	Patrimoine total (Q4/Q1)	+ 25,1	Pas inclus	
Anticipations de rendements		Rendement espéré positif	+ 8,2	+ 7,6
Anticipations de risque		Volatilité	Exclu	ns
Aversion pour le risque		Forte	Réf.	Réf.
		Moyenne	ns	+ 8,2
		Mondérée	+ 9,4	+ 9,4
		Faible	+ 9,6	+ 17,6

ns : non signalé.

Source : Enquête PATER 2011 (tiré de Arrondel *et al.*, 2015).

L'ÉDUCATION FINANCIÈRE : LOIN D'ÊTRE UNE PANACÉE...

Par rapport au thème de ce Numéro de la *Revue d'économie financière*, la question que l'on peut se poser au final est de savoir s'il existe un lien entre éducation financière et croissance. On a vu que la plupart des études montrent que la *financial literacy* favorise les investissements risqués et de long terme ainsi que la création d'entreprise. Par ces canaux, en finançant l'économie et en investissant dans le secteur productif, elle contribuerait indirectement à favoriser la croissance économique. Mais comme nous l'avons souligné, l'éducation finan-

cière n'est qu'un facteur parmi d'autres pour expliquer ces comportements. Prenons le cas précédemment étudié de l'allocation de l'épargne et des investissements de long terme (Arrondel et Masson, 2017).

Depuis la chute de Lehman Brothers, soit huit ans, le nombre d'actionnaires individuels a baissé de moitié. Cela interroge les acteurs, politiques et économiques, s'inquiétant du manque de financement du secteur productif et des investissements à long terme de notre économie. Comment faire revenir les épargnants à la bourse ? Les solutions sont à chercher dans les causes, et ce, au-delà des simples raisons invoquées habituellement d'une fiscalité trop importante ou encore des coûts de transaction trop élevés. Comment donc expliquer cette désertion du marché boursier ? Les Français seraient-ils devenus soudain trop averses au risque ? Leur perception de leur avenir financier ou professionnel est-il si sombre qu'ils se détournent de la corbeille ? Ont-ils vraiment le « niveau » pour y aller ? Ont-ils tout simplement « peur » ? Beaucoup d'études académiques se sont penchées sur ces questions (Arrondel et Masson, 2017).

Les études recensées dans cet article insistent sur la faiblesse de l'éducation financière des Français qui serait un frein aux investissements de long terme. Le législateur pourrait alors la développer, même si cela prend du temps et serait plus efficace si cette politique concernait les plus jeunes. Mais c'est loin d'être le seul outil.

Les anticipations sur le marché boursier, voire la « confiance » dans ce marché, auraient un rôle clé pour expliquer la chute du nombre d'actionnaires : ces anticipations seraient devenues à la fois plus pessimistes et plus ambiguës (de plus en plus indéchiffrables) jusqu'à la fin de 2012. Une confiance accrue permettrait alors de faire revenir les Français à la bourse.

Par contre, la chute du nombre d'actionnaires ne peut être expliquée par une augmentation de l'aversion au risque des Français comme l'avance une antienne à la mode, ou encore par la « peur » que suscite le contexte de crise économique : les préférences à l'égard du risque sont globalement stables depuis la crise (Arrondel et Masson, 2017). De toutes les manières, même si le législateur voulait changer la *psyche* des individus, cela prendrait du temps, sans doute au moins une génération (Malmendier et Nagel, 2011).

Toutes ces solutions ne sont donc pas suffisantes pour orienter l'épargne vers le secteur productif. D'autant plus qu'aujourd'hui, les intentions d'investissements exprimées par les épargnants français, montrent que ces derniers, à l'optimisme revenu, seraient prêts à prendre davantage de risques et à investir un peu plus en actions (Arrondel et Masson, 2017). Pourquoi alors ne retournent-ils pas à la bourse ?

Force est alors de considérer d'autres facteurs possibles pour expliquer la chute continue du nombre d'actionnaires après 2012, telle une offre de conseils des banques de moins en moins tournée vers les actions, peut-être en raison notamment de la sévérité des directives MiFiD (*Markets in Financial Instruments Directives*), mais peut-être aussi en raison de conseils inadaptés. La formation des conseillers apparaît donc aussi comme un objectif important, au moins autant que l'éducation financière des épargnants (Debbich, 2015).

Cet argument rejoint les propos de Stiglitz (*Nouvel Observateur*, mars 2010) qui en écho à Shiller (2008) quant à l'impéritie des épargnants avant la crise (cf. *supra*) préférerait chercher des causes aussi de l'autre côté : « Les financiers ont failli par incompetence et par cupidité : ils ont mis en place un système de rémunérations qui encourage la prise de risques excessifs et les stratégies de court terme ! »

NOTES

1. Ou selon les mots de Thaler (2000) : « Quitter l'homo oeconomicus pour l'homo sapiens. »
2. Beaucoup plus lyrique, Paul H. O'Neill, ancien secrétaire du Trésor américain, délivrait sensiblement le même message en 2002 : « L'éducation financière peut être comparée à une carte routière qui mènerait au rêve américain. Je crois que nous devons enseigner à tous les Américains les outils nécessaires pour lire cette carte, afin qu'ils puissent atteindre ce rêve. »
3. Annamaria Lusardi au *Global Financial Literacy Summit* de 2013.
4. La critique de Saint Paul est plus générale et concerne les politiques publiques issues d'un nouveau paternalisme, le « paternalisme libertaire », sorte de « troisième voie » entre les idées de Milton Friedman et celles de John Maynard Keynes. Ces politiques incitent, par du *nudging* notamment, les individus à se conduire de manière plus rationnelle (selon la théorie), mais en laissant leur liberté de choix.
5. Ce ne semble pas être le cas des ménages français de l'enquête PATER qui sont environ 75 % à estimer leurs connaissances financières faibles, très faibles voire inexistantes.
6. Une causalité inverse peut biaiser nos conclusions si les « planificateurs » décident d'accroître volontairement leur éducation financière. Des tests statistiques complémentaires permettent de conclure que cette causalité inverse n'affecte pas nos résultats. Cela pourrait s'expliquer par la nature même de la mesure d'éducation financière adoptée. Celle-ci évalue des connaissances financières de base qui sont davantage liées aux capacités cognitives qu'à la culture financière et à l'expérience des individus.
7. Là encore, les biais potentiels d'endogénéité (j'investis dans l'éducation financière et je lis la presse économique parce que je suis actionnaire) ont été corrigés économétriquement (Arrondel *et al.*, 2015).

BIBLIOGRAPHIE

- AGNEW J. R., BATEMAN H. et THORP S. (2013), « Financial Literacy and Retirement Planning in Australia », *Numeracy*, vol. 6, n° 2.
- ALMENBERG J. et SÄVE-SÖDERBERGH J. (2011), « Financial Literacy and Retirement Planning in Sweden », *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 10, n° 4, pp. 585-598.
- AMERIKS J., CAPLIN A. et LEAHY J. (2003), « Wealth Accumulation and the Propensity to Plan », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 3, pp. 1007-1047.
- ARRONDEL L., CALVO-PARDO H., GIANNITSAROU C. et HALLIASOS M. (2017), « Informative Social Interactions », mimeo.

- ARRONDEL L., DEBBICH M. et SAVIGNAC F. (2013), « Financial Literacy and Financial Planning in France », *Numeracy*, vol. 6, n° 2, Article 8.
- ARRONDEL L., DEBBICH M. et SAVIGNAC F. (2015), « Stockholding in France: the Role of Financial Literacy and Information », *Applied Economics Letters*, vol. 22, n° 16, pp. 1315-1319.
- ARRONDEL L. et MASSON A. (2006), « Altruism, Exchange or Indirect Reciprocity: What Do the Data on Family Transfers Show? », in Mercier-Ythier J. et Kolm S. C. (éd.), *The Economics of Giving, Reciprocity and Altruism*, North Holland, chapitre 14, pp. 971-1053.
- ARRONDEL L. et MASSON A. (2014), « Mesurer les préférences des épargnants : comment et pourquoi (en temps de crise) ? », *Économie et Statistique*, vol. 467-468, pp. 5-49.
- ARRONDEL L. et MASSON A. (2017), « Pourquoi la demande d'actions baisse-t-elle pendant la crise : préférences ou anticipations ? », *Économie et Statistiques*, n° 494-495-496, (à paraître).
- BARBER B. M. et ODEAN T. (2001), « Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, n° 1, pp. 261-292.
- BECKMANN E. (2013), « Financial Literacy and Household Savings in Romania », *Numeracy*, vol. 6, n° 2.
- BROWN M. et GRAF R. (2013), « Financial Literacy and Retirement Planning in Switzerland », *Numeracy*, vol. 6, n° 2.
- BUCHER-KOENEN T. et LAMLA B. (2016), « The Long Shadow of Socialism: On East-West German Differences in Financial Literacy », mimeo.
- BUCHER-KOENEN T. et LUSARDI A. (2011), « Financial Literacy and Retirement Planning in Germany », *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 10, n° 4, pp. 565-584.
- CASTEL R. (2011), « Les ambiguïtés de la promotion de l'individu », in Rosenvallon P. (éd.), *Refaire Société*, Paris, La République des idées.
- CHRISTELIS D., JAPPELLI T. et PADULA M. (2010), « Cognitive Abilities and Portfolio Choice », *European Economic Review*, n° 54, pp. 18-38.
- CROSSAN D., FESLIER D. et HURNARD R. (2011), « Financial Literacy and Retirement Planning in New Zealand », *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 10, n° 4, pp. 619-635.
- DEBBICH M. (2015), « Why Financial Advice Cannot Substitute for Financial Literacy? », Banque de France, *Working Papers*, n° 534.
- DEBBICH M. (2016), « Why Financial Advice Cannot Substitute for Financial Literacy? », Banque de France, *Working Paper*, n° 534.
- FORNERO E. (2015), « Economic-Financial Literacy and (Sustainable) Pension Reforms: Why the Former Is a Key Ingredient for the Latter », *Bankers, Markets & Investors*, n° 134, janvier-février, pp. 6-16.
- FORNERO E. et MONTICONE C. (2011), « Financial Literacy and Pension Plan Participation in Italy », *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 10, n° 4, pp. 547-564.
- FRIEDMAN M. (1953), *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- GARON S. (2011), *Beyond our Means: Why America Spends While the World Saves*, Princeton University Press.
- GOLLIER C. (2001), *The Economics of Risk and Time*, MIT Press.
- GOLLIER C. (2013), « Édito », *Les cahiers Louis Bachelier*, n° 8, février.
- GRINBLATT M., KELOHARJU M. et LINNAINMAA J. (2011), « IQ and Stock Market Participation », *Journal of Finance*, vol. 66, n° 6, pp. 2121-2164.
- GUIISO L. et JAPPELLI T. (2005), « Awareness and Stock Market Participation », *Review of Finance*, n° 9, pp. 537-567.
- GUIISO L. et JAPPELLI T. (2007), « Information Acquisition and Portfolio Performance », EUI, WP ECO n° 2007/45.
- GUIISO L., SAPIENZA P. et ZINGALES L. (2004), « The Role of Social Capital in Financial Development », *American Economic Review*, vol. 94, n° 3, pp. 526-556.
- GUIISO L., SAPIENZA P. et ZINGALES L. (2008), « Trusting the Stock Market », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 6, pp. 2557-2600.
- GUIISO L. et SODINI P. (2013), « Household Finance: an Emerging Field », in *Handbook of the Economics of Finance*, chapitre 21.

- HALIASSOS M. (2003), « Stockholding: Recent Lessons from Theory and Computations », in Guiso L., Haliassos M. et Jappelli T. (éd.), *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan Publishers, pp. 30-51.
- HALIASSOS M. et BERTAUT C. (1995), « Why Do So Few Hold Stocks? », *Economic Journal*, vol. 105, n° 432, pp. 1110-1129.
- HAAS P. (2012), « Les Français et l'économie », *Bulletin de la Banque de France*, n° 190.
- HASS P. (2013), « Les Français et l'économie », *Bulletin de la Banque de France*, n° 194, 4^e trimestre.
- HASTING J. S., MADRIAN B. C. et SKIMMYHORN W. L. (2013), « Financial Literacy, Financial Education and Economic Outcomes », *Annual Review of Economics, Annual Reviews*, vol. 5, n° 1, pp. 347-373.
- HONG H., KUBIK J. et STEIN J. (2004), « Social Interaction and Stock-Market Participation », *Journal of Finance*, vol. 59, n° 1, pp. 137-163.
- JAPPELLI L. et PADULA M. (2013), « Investment in Financial Literacy and Saving Decisions », *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, n° 8, pp. 2779-2792.
- JOUINI E., BENMANSOUR S. et NAPP C. (2006), « Is There a "Pessimistic" Bias in Individual Beliefs? Evidence from a Simple Survey », *Theory and Decision*, vol. 61, n° 4, pp. 345-362.
- KIMBALL M. (1993), « Standard Risk Aversion », *Econometrica*, vol. 61, n° 3, pp. 589-611.
- KLAPPER L. F. et PANOS G. A. (2011), « Financial Literacy and Retirement Planning: the Russian Case », *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 10, n° 4, pp. 599-618.
- KOCHERLAKOTA N. R. (1996), « The Equity Premium: It's Still a Puzzle », *Journal of Economic Literature*, vol. 34, n° 1, pp. 42-71.
- LUSARDI A. (éd.) (2009), *Overcoming the Saving Slump: How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs*, University Of Chicago Press.
- LUSARDI A., MICHAUD P.-C. et MITCHELL O. S. (2017), « Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality », *Journal of Political Economy*, vol. 125, n° 2, pp. 431-477.
- LUSARDI A. et MITCHELL O. S. (2011), « Financial Literacy and Retirement Planning in the United States », *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 10, n° 4, pp. 509-525.
- LUSARDI A. et MITCHELL O. (2014), « The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence », *Journal of the Economic Literature*, vol. 52, n° 1, pp. 5-44.
- MALMENDIER U. et NAGEL S. (2011), « Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 126, n° 1, pp. 373-416.
- MEHRA R. et PRESCOTT E. C. (1985), « The Equity Premium: a Puzzle », *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, n° 2, pp. 145-161.
- MERTON R. C. (1969), « Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: the Continuous Time Case », *Review of Economic Studies*, n° 51, pp. 247-257.
- MODIGLIANI F. et BRUMBERG R. (1954), « Utility Analysis and the Consumption Function: an Interpretation of Cross-section Data », in Kurihara K. K. (éd.), *Post-Keynesian Economics*, Rutgers University Press, pp. 388-436.
- RÉMOND R. (1969), *The Right Wing in France: From 1815 to de Gaulle*, University of Pennsylvania Press.
- SAINT-PAUL G. (2012), « Liberté et société post-utilitariste », Toulouse School of Economics, *Working Papers*, n° 12-339.
- SEKITA S. (2011), « Financial Literacy and Retirement Planning in Japan », *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 10, n° 4, pp. 637-656.
- SHILLER R. J. (2008), *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It*, Princeton University Press.
- THALER R. H. (2000), « From Homo Economicus to Homo Sapiens », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, n° 1, pp. 133-141.
- VAN ROOIJ M., LUSARDI A. et ALESSIE R. (2011), « Financial Literacy and Stock Market Participation », *Journal of Financial Economics*, n° 101, pp. 449-472.
- VISSING-JORGENSEN A. (2004), « Perspectives on Behavioural Finance: Does Irrationality Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions », in Gertler M. et Rogoff K. (éd.), *The NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press.

