

Projet de Recherche pour L'École Normale Supérieure

Adam Boumbar

Prise de risque et comportements d'investissement en France : un regard comportemental sur l'aversion au risque et les mécanismes d'incitation

Présentation du sujet d'étude et des connaissances actuelles

La faible propension des ménages français à investir en actifs risqués, en particulier les actions, constitue une spécificité économique persistante. Bien que le taux d'épargne des ménages français reste parmi les plus élevés d'Europe, atteignant **15,9 % du revenu disponible brut en 2023** selon la Banque de France, **seuls 7,8 % des ménages détiennent des actions en direct**, contre environ **32 % aux États-Unis** (OCDE, *Household Financial Assets*, 2021). Cette tendance, qui traverse les décennies, ne peut s'expliquer uniquement par des facteurs structurels tels que le système fiscal ou les caractéristiques des marchés financiers. Elle renvoie également à des **comportements économiques spécifiques** où les biais cognitifs, la perception du risque et des facteurs culturels jouent un rôle décisif.

La **théorie des perspectives** développée par DANIEL KAHNEMAN ET AMOS TVERSKY (1979) éclaire cette situation en montrant que les individus attribuent une valeur disproportionnée aux pertes par rapport aux gains équivalents. Dans un environnement où la volatilité des marchés financiers est fortement médiatisée, notamment depuis la crise financière de 2008, les ménages français tendent à surestimer les risques associés aux investissements en actions. Ce biais est renforcé par le **biais de disponibilité**, où les individus évaluent la probabilité d'un événement en fonction de sa visibilité dans l'actualité récente. Par exemple, les pertes boursières importantes observées durant les crises successives ont marqué durablement les comportements, accentuant l'appétence pour des placements dits "sans risque", comme les *livrets d'épargne réglementés* ou les *contrats d'assurance-vie en fonds euros*, qui représentent encore **70 % de l'encours total en assurance-vie** (AMF, 2022).

Cependant, cette aversion au risque ne relève pas uniquement d'une réponse cognitive : elle s'inscrit également dans un **contexte culturel et institutionnel** spécifique. Contrairement aux États-Unis, où la prise de risque est valorisée comme moteur de réussite individuelle, l'épargne en France conserve une dimension **patrimoniale** et intergénérationnelle. Comme le rappelle PIERRE-CYRILLE HAUTCŒUR (2007) dans *La crise de 1929*, la mémoire collective des crises financières françaises, telles que le krach de 1882 ou les scandales de l'après-guerre, a contribué à établir une **défiance durable** envers les marchés boursiers. Cette défiance s'accompagne d'une **myopie temporelle** : les ménages français privilégient la sécurité immédiate au détriment des rendements à long terme, un comportement largement documenté par BENARTZI ET THALER (1995) dans leurs travaux sur l'épargne retraite.

Les implications macroéconomiques de cette structure d'épargne sont considérables. En sous-investissant dans les actions, les ménages limitent le financement en fonds propres des entreprises, ce qui freine l'innovation et la croissance économique. L'État français a tenté, depuis les années 1990, de réorienter cette épargne à travers des dispositifs tels que le **Plan d'Épargne en Actions (PEA)**, offrant des avantages fiscaux significatifs après cinq ans de détention. Malgré ces incitations, la souscription reste faible, témoignant des limites des politiques fiscales traditionnelles face aux **biais comportementaux** profondément enracinés.

C'est ici que l'économie comportementale offre des perspectives innovantes, notamment par l'application des politiques de **"nudge"** théorisées par RICHARD THALER ET CASS SUNSTEIN (2008). En modifiant subtilement l'architecture des choix individuels, ces dispositifs visent à encourager des décisions économiquement rationnelles sans restreindre la liberté des agents. Par exemple, des **options par défaut** favorisant l'investissement en actions dans les produits d'épargne ou des **messages incitatifs simplifiés** pourraient contribuer à réduire l'aversion excessive au risque observée en France. Si ces approches ont démontré leur efficacité dans d'autres contextes, comme l'épargne retraite aux États-Unis, leur application au cas français et aux comportements d'investissement reste **largement inexplorée**.

Cette étude vise donc à combler plusieurs lacunes dans la littérature actuelle. Premièrement, il s'agit d'analyser en profondeur les **biais cognitifs spécifiques** aux ménages français qui freinent l'investissement en actifs risqués. Deuxièmement, cette recherche évaluera l'efficacité potentielle de dispositifs innovants inspirés des politiques de nudge pour contourner ces biais et rétablir la confiance dans les marchés financiers. Enfin, en prenant en compte les particularités culturelles et historiques françaises, ce travail ouvrira des pistes pour une **réforme des politiques publiques** visant à mobiliser l'épargne des ménages au service de l'économie réelle.

Ainsi, ce projet croise les approches théoriques de l'économie comportementale et les enjeux pratiques des politiques économiques pour offrir une réponse originale à une problématique structurelle française. La compréhension fine des comportements d'épargne et des mécanismes incitatifs permettra d'identifier des leviers concrets pour stimuler l'investissement productif, dans un contexte où la réorientation de l'épargne est devenue un enjeu central pour la croissance économique durable.

Identification des questions non encore explorées et justification de leur intérêt

Si l'aversion des ménages français pour les actifs risqués est bien documentée sous l'angle descriptif, plusieurs questions demeurent encore largement inexplorées par la littérature actuelle. Les travaux existants se concentrent principalement sur les biais cognitifs généraux identifiés par l'économie comportementale, tels que l'aversion aux pertes ou le biais de statut quo. Cependant, ils n'analysent que de manière partielle les spécificités culturelles et institutionnelles françaises dans la perception du risque. Il apparaît essentiel de comprendre **pourquoi la défiance envers les marchés financiers persiste en France**, malgré les dispositifs d'incitation publique déjà mis en place, et **comment des outils inspirés de l'économie comportementale pourraient permettre de dépasser ces limites**.

La première question non résolue concerne l'identification précise des **biais cognitifs dominants chez les ménages français**. Si des études comme celles de Kahneman et Tversky (1979) ou Benartzi et Thaler (1995) ont largement démontré l'impact de l'aversion aux pertes et de la myopie temporelle, ces biais n'ont pas été mesurés empiriquement dans le contexte français actuel, marqué par une volatilité croissante et un recours massif à l'épargne sécurisée. Pourquoi, en dépit d'un environnement économique en mutation, les ménages continuent-ils à privilégier les livrets réglementés et l'assurance-vie au détriment des actions, pourtant plus performantes à long terme ? Cette question m'intéresse particulièrement, car elle invite à une étude fine des comportements réels, au-delà des théories abstraites, en s'appuyant sur des données françaises et sur une analyse ancrée dans le contexte socio-culturel spécifique du pays.

Une deuxième interrogation essentielle porte sur l'**efficacité des politiques de nudge appliquées aux comportements d'épargne en France**. Bien que les approches comportementales aient prouvé leur succès dans d'autres domaines, comme l'épargne retraite aux États-Unis (Thaler et Sunstein, 2008), il n'existe quasiment aucune évaluation empirique de ces dispositifs en France. Comment des mécanismes d'incitation douce – par exemple, l'option par défaut favorisant l'investissement en actions ou la simplification des choix financiers – pourraient-ils être adaptés pour surmonter les biais des ménages français ? En tant que chercheur en économie, cette question est particulièrement motivante, car elle offre la possibilité de proposer des solu-

tions innovantes, adaptées au contexte national, pour orienter l'épargne des ménages vers des placements productifs, avec des implications économiques concrètes et mesurables.

Enfin, une troisième question, plus large mais tout aussi cruciale, interroge la **relation entre confiance et perception du risque** dans les comportements d'investissement. Si la défiance historique envers les marchés financiers est souvent évoquée, peu d'études se sont penchées sur les leviers permettant de **restaurer cette confiance**. Quels rôles jouent les institutions publiques, la régulation financière et la transparence des produits d'épargne dans la réduction de l'incertitude perçue par les ménages ? Une analyse approfondie de cette problématique pourrait permettre de repenser les politiques publiques pour agir sur la source même de l'aversion au risque, et non uniquement sur ses symptômes.

Ces questions sont particulièrement intéressantes car elles se situent au croisement de l'économie comportementale, des politiques publiques et des enjeux culturels spécifiques à la France. Elles permettent d'aller au-delà des constats descriptifs existants en posant les bases d'une réflexion appliquée et rigoureuse, capable de proposer des solutions concrètes pour résoudre une problématique à la fois microéconomique (optimisation des choix d'épargne) et macroéconomique (financement de l'économie réelle). Ce projet me motive particulièrement car il touche à des enjeux majeurs, tout en permettant d'explorer des approches encore peu étudiées dans le contexte français. Il constitue ainsi une contribution originale à la littérature économique, à la fois théorique et appliquée.

Méthodologie envisagée et réflexion autour de l'étude des questions soulevées

L'étude des biais comportementaux à l'origine de l'aversion au risque des ménages français et l'évaluation des dispositifs d'incitation nécessitent une approche rigoureuse combinant **méthodes quantitatives** et **approches expérimentales**, tout en prenant appui sur des données adaptées au contexte français. Bien qu'une réflexion précise et détaillée relève d'étapes ultérieures, une première ébauche méthodologique permet de tracer des pistes d'étude claires pour répondre aux questions soulevées.

L'identification des **biais cognitifs dominants** chez les ménages français pourrait s'appuyer sur une analyse empirique utilisant des **données microéconomiques** existantes. Les enquêtes de l'INSEE (notamment celles sur la structure du patrimoine et les comportements financiers des ménages), ainsi que les bases de données de la Banque de France et de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), offrent un socle solide pour examiner la répartition de l'épargne et des investissements en France. Une **analyse économétrique** permettrait d'évaluer l'impact de variables telles que l'âge, le niveau de revenu, le niveau d'éducation ou encore la perception du risque sur les décisions d'investissement. Par exemple, un modèle **logit** ou **probit** pourrait être utilisé pour estimer la probabilité qu'un ménage choisisse d'investir dans des actifs risqués en fonction de ces déterminants.

Pour approfondir cette analyse, une **enquête expérimentale** inspirée des méthodes de l'économie comportementale pourrait être envisagée. Cette enquête, réalisée auprès d'un échantillon représentatif de ménages français, pourrait inclure des **scénarios de choix hypothétiques** visant à isoler les biais tels que l'aversion aux pertes, le biais de disponibilité ou la myopie temporelle. L'utilisation d'outils expérimentaux tels que les **jeux économiques** (par exemple, des choix entre des portefeuilles d'actifs à risque et sans risque) permettrait de mesurer directement les préférences individuelles et les comportements face au risque dans un environnement contrôlé.

L'évaluation des **politiques de nudge** pour encourager l'investissement en actions nécessiterait une approche expérimentale plus poussée. Des **expériences randomisées contrôlées (RCT)**, réalisées en partenariat avec des institutions financières ou publiques, pourraient tester l'efficacité de divers dispositifs incitatifs. Par exemple, il serait possible d'évaluer l'impact : 1. D'un **changement par défaut** où un pourcentage de l'épargne est alloué aux actions, avec possibilité de désengagement volontaire. 2. De **messages incitatifs simplifiés**, mettant en avant

les rendements à long terme et minimisant la perception excessive du risque. 3. De la **transparence accrue** sur les produits financiers, visant à renforcer la confiance des ménages dans les marchés.

Ces expériences permettraient de comparer les comportements de ménages exposés à des dispositifs de nudge innovants avec un groupe témoin, pour mesurer l'impact réel sur leurs décisions d'investissement. À long terme, cette approche expérimentale contribuerait à identifier les **leviers les plus efficaces** pour dépasser les biais comportementaux tout en respectant la liberté de choix des individus.

Enfin, une réflexion complémentaire pourrait s'appuyer sur des approches qualitatives pour analyser la **relation entre confiance et perception du risque** dans les comportements d'investissement. Des entretiens semi-directifs avec des ménages, des acteurs institutionnels (banques, AMF) et des économistes permettraient de cerner les freins culturels et historiques à l'investissement en France. Cette approche serait particulièrement pertinente pour explorer les dimensions subjectives et émotionnelles liées à la défiance envers les marchés financiers, dimensions souvent négligées par les modèles purement quantitatifs.

En combinant ces approches quantitatives, expérimentales et qualitatives, ce projet de recherche propose une étude à la fois rigoureuse et innovante. L'objectif est d'aller au-delà des analyses existantes pour proposer des recommandations concrètes et fondées, capables d'orienter l'épargne des ménages français vers des placements plus productifs. Cette réflexion, en mobilisant des outils issus de l'économie comportementale, offrirait ainsi un double apport : une meilleure compréhension des comportements économiques spécifiques aux ménages français et une contribution pratique aux politiques publiques visant à dynamiser l'investissement dans l'économie réelle.

Bibliographie

Ouvrages et articles théoriques en économie comportementale

- Kahneman, Daniel, et Tversky, Amos. *Prospect Theory : An Analysis of Decision under Risk*. Econometrica, 1979.
- Thaler, Richard, et Sunstein, Cass. *Nudge : Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press, 2008.
- Benartzi, Shlomo, et Thaler, Richard. *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*. The Quarterly Journal of Economics, 1995.
- Kahneman, Daniel. *Thinking, Fast and Slow*. Farrar, Straus and Giroux, 2011.
- Akerlof, George, et Shiller, Robert. *Phishing for Phools : The Economics of Manipulation and Deception*. Princeton University Press, 2015.

Économie des ménages et comportements d'épargne

- Hautcoeur, Pierre-Cyrille. *La crise de 1929 : Analyse économique d'une catastrophe*. PUF, 2007.
- OECD. *Household Financial Assets*. OECD Publishing, 2021.
- Banque de France. *Bulletin économique annuel*. Dernières éditions disponibles.
- Autorité des Marchés Financiers (AMF). *Les épargnants et les marchés financiers en France*. Rapport annuel, 2022.

Méthodes quantitatives et expérimentales

- Gujarati, Damodar N. *Basic Econometrics*. McGraw-Hill Education, 2004.
- Camerer, Colin. *Behavioral Game Theory : Experiments in Strategic Interaction*. Princeton University Press, 2003.

- INSEE. *Enquêtes sur le patrimoine et les comportements financiers des ménages français*.
- Duflo, Esther, et Kremer, Michael. *Using Randomized Controlled Trials to Evaluate Development Aid*. In *Handbook of Development Economics*, Elsevier, 2008.

Aspects culturels et historiques

- Hirschman, Albert O. *The Passions and the Interests : Political Arguments for Capitalism before Its Triumph*. Princeton University Press, 1977.
- Febvre, Lucien. *Le problème de l'incroyance au XVIe siècle*. Albin Michel, 1942.
- Elias, Norbert. *La dynamique de l'Occident*. Calmann-Lévy, 1939.

Politiques publiques et régulation financière

- Tirole, Jean. *Économie du bien commun*. PUF, 2016.
- Fitoussi, Jean-Paul, et Stiglitz, Joseph. *Refonder l'économie*. Les Liens qui Libèrent, 2019.
- Rogoff, Kenneth. *The Curse of Cash*. Princeton University Press, 2016.

Articles et travaux empiriques spécifiques

- Laibson, David. *Golden Eggs and Hyperbolic Discounting*. The Quarterly Journal of Economics, 1997.
- Thaler, Richard. *Mental Accounting and Consumer Choice*. Marketing Science, 1985.
- Guiso, Luigi, Sapienza, Paola, et Zingales, Luigi. *Trusting the Stock Market*. The Journal of Finance, 2008.

Approches qualitatives et interdisciplinaires

- Bourdieu, Pierre. *Le Sens pratique*. Minuit, 1980.
- Douglas, Mary. *How Institutions Think*. Syracuse University Press, 1986.
- Callon, Michel. *The Laws of the Markets*. Blackwell Publishers, 1998.