



JUILLET 2017

STIMULER L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME EN ACTIONS

Risques &
Tendances

AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



STIMULER L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME EN ACTIONS

RÉSUMÉ

L'épargne est abondante mais insuffisamment orientée vers les placements en actions. Pour préparer leur retraite, les épargnants préfèrent l'immobilier et l'assurance vie sans risque, même si une hausse des taux de détention d'actions a été constatée en 2017, pour la première fois depuis 2008.

L'AMF a conduit une étude qualitative qui révèle que les *a priori* sur les placements en actions sont profondément ancrés dans les esprits.

Les actions ne font pas partie du paysage naturel de l'épargnant : elles ne sont pas spontanément perçues comme adaptées à l'épargne de long terme. L'épargne en actions est jugée aléatoire, risquée, voire non rentable. Elle n'est pas envisagée comme facilement atteignable et accessible.

Il s'agit pour le régulateur de prendre en compte les croyances et les attitudes des épargnants dans son travail de pédagogie.

Les freins identifiés sont autant de leviers d'action pour changer les perceptions et les comportements.

Une démarche pédagogique est à mener en profondeur pour établir des réflexes d'investisseur de long terme et conduire les épargnants à mieux diversifier leur épargne sans écarter trop rapidement les placements en actions.

L'épargne retraite constitue un angle d'attaque approprié pour parler de l'épargne de long terme en actions au grand public. L'enjeu est la bonne préparation de leur avenir financier, notamment celle de la longue période qui s'ouvre à la retraite.

Le régulateur peut prendre sa place dans cet effort pédagogique ou par des actions de communication. Il ne peut être le seul. Les leviers d'actions présentés dans cette publication constituent un matériau utilisable par l'ensemble des acteurs, en particulier ceux qui ont une capacité plus forte d'atteindre un grand nombre d'épargnants.

INTRODUCTION

Aversion au risque, difficulté à se projeter à long terme, crises boursières successives... les raisons sont nombreuses pour expliquer la faible détention d'actions des Français alors même que leurs besoins de prévoyance à long terme (retraite, dépendance..) vont croissants et que les placements en actions correspondent bien à cet horizon.

Pour répondre à ce besoin de préparation de la retraite, chacun aurait intérêt à initier dès que possible la constitution d'une épargne de long terme.

Après un tour d'horizon des comportements d'épargne des Français, nous nous interrogeons sur les raisons du faible investissement de long terme en actions.

Pour mieux les comprendre, l'AMF a conduit avec l'institut Kantar TNS une étude qualitative auprès d'épargnants de 30 à 45 ans. Cette étude originale a permis de capter l'expression des épargnants sur ces questions.

Fort de cet éclairage, nous proposons ici de réfléchir aux leviers qui permettraient, sur le terrain pédagogique, de faire évoluer les croyances et les attitudes des Français pour une meilleure diversification de leur épargne de long terme.

Bien que l'allocation de l'épargne des ménages constitue aussi une question de politique publique, et notamment de fiscalité, l'angle de vue retenu ici est celui de l'intérêt de l'épargnant, à qui nous souhaitons apporter les clés d'une meilleure maîtrise de ses choix d'épargne.

SOMMAIRE

1. UNE ÉPARGNE ABONDANTE MAIS PEU INVESTIE EN ACTIONS	p. 5
2. LES FREINS À L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME EN ACTIONS	p. 11
2.1. LES PRÉFÉRENCES ET LES ANTICIPATIONS DES ÉPARGNANTS	p. 11
2.2. LES FREEINS PSYCHOLOGIQUES EXPRIMÉS PAR LES ÉPARGNANTS	p. 17
3. LES LEVIERS POUR STIMULER L'ÉPARGNE DE LONG TERME EN ACTIONS	p. 21
3.1. ÉDUCER DANS UN PREMIER TEMPS	p. 21
3.2. PERSUADER : IMPLIQUER ET MOTIVER LES ÉPARGNANTS	p. 26
3.3. LE LEVIER DE LA PRÉPARATION FINANCIÈRE DE LA RETRAITE	p. 28

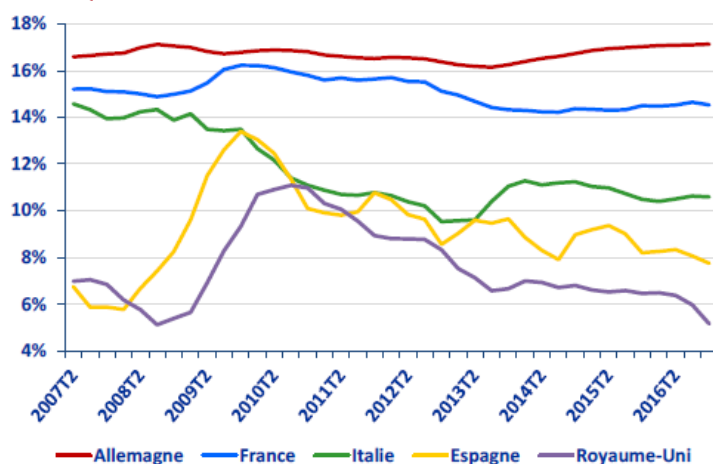
1. UNE ÉPARGNE ABONDANTE MAIS PEU INVESTIE EN ACTIONS

1.1. UN TAUX D'ÉPARGNE ÉLEVÉ

Le taux d'épargne se maintient depuis de longues années à un haut niveau en France comparativement aux autres pays européens.

Dans la comptabilité nationale, l'épargne des ménages correspond à la part non consommée de leur revenu disponible brut. En 2016, le taux d'épargne des ménages français s'est établi à 14,6 %, à un niveau proche de sa moyenne depuis 30 ans (autour de 15 %) ; leur taux d'épargne financière (sans les remboursements d'emprunt pour l'acquisition de logements neufs) s'est élevé à 5,5 %.

GRAPHIQUE 1 : LE TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES DANS DIFFÉRENTS PAYS EUROPÉENS



SOURCE : COMPTES NATIONAUX BASE 2010 (INSEE, EUROSTAT), LISSE SUR 4 TRIMESTRES, ÉPARGNE ET PATRIMOINE DES MÉNAGES, BANQUE DE FRANCE, MAI 2017

De fortes disparités d'épargne ? ¹

Les comportements d'épargne sont très différents selon les caractéristiques des ménages.

En 2009, la moitié des ménages français ont épargné plus de 13 % de leurs revenus. Ce fort taux d'épargne médian masque des disparités entre les ménages : globalement, les ménages épargnent une part importante de leurs revenus, mais pour 26 % d'entre eux, le revenu courant ne couvrait pas leurs dépenses de consommation. À l'opposé, 25 % des ménages mettaient de côté plus de 33 % de leurs revenus annuels.

Ainsi, en 2009, les 25 % des ménages épargnant la part la plus importante de leurs revenus (plus de 33 %) ont contribué à 72 % de l'épargne nationale annuelle.

Qui épargne le plus ?

- Les CSP dont les revenus sont les plus élevés (cadres et professions libérales) : le taux d'épargne est de 47 % pour ceux dont les revenus font partie des 20 % les plus élevés.
- Les propriétaires et les patrimoines importants.

Ainsi, les 20 % de ménages possédant le plus de patrimoine épargnent pour la moitié d'entre eux 21 % de leurs revenus annuels, contre 6 % pour les ménages détenteurs d'un patrimoine modeste ou nul.

¹ Les revenus et le patrimoine des ménages, Insee Références, édition 2014

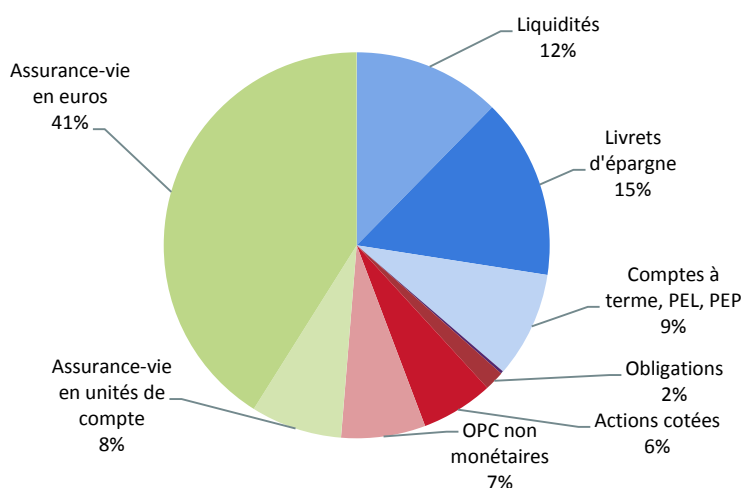
1.2. PLUS DES TROIS QUARTS DES PLACEMENTS SANS RISQUE

Fin 2016, l'assurance vie (en euros et en unités de compte) représente environ 49 % des encours des principaux placements financiers des ménages², hors actions non cotées et autres participations³. Les liquidités et l'épargne bancaire en totalisent 36 %⁴.

La part des valeurs mobilières dans l'épargne financière des ménages est de 15 % (hors actions non cotées). Cette part monte à 23 % en intégrant les unités de compte de l'assurance vie. Les actions détenues en direct représentent 6 %. La détention indirecte est plus importante : elle se fait essentiellement au travers de l'assurance vie et des placements collectifs (y compris dans le cadre de l'épargne salariale).

Au total, la part de l'épargne financière des ménages placée sans risque représente environ 77 % de l'encours des placements financiers des ménages français, hors actions non cotées et autres participations.

GRAPHIQUE 2 : LES ENCOURS DE PLACEMENTS FINANCIERS DES FRANÇAIS A FIN 2016



SOURCE : BANQUE DE FRANCE, LES PRINCIPAUX PLACEMENTS FINANCIERS DES MENAGES, MAI 2017, CALCULS AMF

Un patrimoine financier très concentré

Parmi les déterminants du montant du patrimoine, le revenu disponible conditionne directement les capacités d'épargne des ménages. Plus les revenus sont élevés, plus le niveau du patrimoine augmente.

Les encours des placements sont très concentrés, puisqu'en 2010 les 10 % des ménages les plus riches détenaient plus de 55 % des encours de placements financiers⁵.

De plus, les montants détenus croissent avec l'âge. Les plus de 60 ans détiennent un patrimoine financier moyen 5 fois supérieur à celui des moins de 30 ans et 2 fois supérieur à celui des 40-49 ans⁶.

² Y compris des entrepreneurs individuels.

³ Les actions non cotées sont détenues pour une bonne part dans un cadre professionnel par les entrepreneurs individuels ou les gérants de société.

⁴ Pour des éléments plus complets, se référer à la Cartographie des Risques de l'AMF sur le site de l'AMF, à la rubrique [Publications / Lettres & cahiers / Risques & Tendances](#)

⁵ French households financial wealth: which changes in 20 years? J-B. Bernard et L. Berthet, document de travail de l'Insee, décembre 2015.

⁶ Insee Première, novembre 2016.

1.3. LA DÉTENTION DES VALEURS MOBILIÈRES A BAISSÉ JUSQU'EN 2016

L'enquête Patrimoine de l'Insee évalue régulièrement la détention de placements des ménages français.

Depuis 20 ans, le taux de détention de valeurs mobilières (actions, obligations, placements collectifs) a fluctué : en 2004, près d'un ménage sur quatre en détenait, une proportion en hausse de 3 points par rapport à 1998. Entre 2004 et 2015 le recul a été continu, ce taux ayant baissé de près de 7 points.

TABLEAU 1 : LES TAUX DE DÉTENTION D'ACTIFS FINANCIERS PAR LES MÉNAGES FRANÇAIS (EN %)

	1998	2004	2010	2015
Livrets d'épargne	83,5	83,2	85,0	85,9
Epargne logement	40,9	41,3	31,2	32,2
Assurance vie	28,9	26,2	34,7	36,5
Epargne retraite	-	17,4	15,7	16,4
Epargne salariale	12,7	16,7	15,1	14,5
Valeurs mobilières	21,2	24,2	19,3	16,5

SOURCE : INSEE, ENQUÊTES PATRIMOINE.

La détention d'assurance-vie est en hausse croissante : après une baisse de 3 points au début des années 2000, le taux de détention a progressé de 7,3 points. L'assurance-vie est, derrière les livrets d'épargne, le placement privilégié des ménages (le plus fréquemment détenu).

Le revenu et l'âge, principaux déterminants de la détention d'épargne en valeurs mobilières

Les détenteurs de valeurs mobilières sont plus souvent âgés et de catégories professionnelles supérieures : les ménages les plus aisés investissent plus en actions.

Les taux de détention de l'épargne retraite et des valeurs mobilières croissent avec le revenu, et l'augmentation est plus marquée pour les 20 % des ménages les plus aisés.

La détention d'actions a remonté depuis un an

L'enquête annuelle de Kantar TNS⁷ détaille l'évolution de la détention des valeurs mobilières depuis 2008.

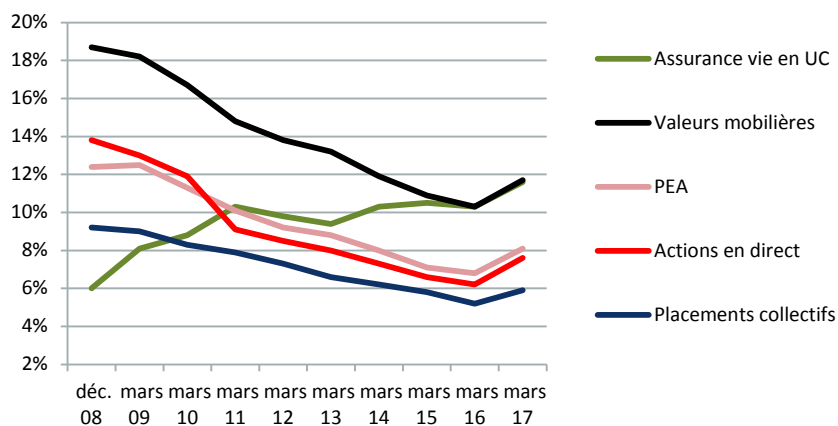
La détention d'actions a baissé depuis les années 2000, mais semble avoir rebondi en 2017. Représentant 13,8 % en 2008, le taux de détention directe déclaré s'établit à 7,6 % en mars 2017 après avoir touché un point bas en 2016 (6,2 %). En mars 2017, 5,9 % des Français ont répondu détenir des placements collectifs, dont 2,9 % un fonds investi en actions (contre 7,5 % en 2008).

Plus largement, la détention de valeurs mobilières (actions, obligations, placements collectifs) est passée de 18,7 % de la population en 2008 à 10,3 % en mars 2016, puis à 11,7 % début 2017⁸.

⁷ Cette enquête annuelle interroge depuis 2008 un échantillon panélisté de plus de 12 000 Français de 15 ans et plus sur leur détention de produits financiers.

⁸ Ce taux est différent de celui de l'enquête patrimoine de l'INSEE qui s'applique aux ménages quand celui-ci s'applique aux individus de 15 ans et plus.

GRAPHIQUE 3 : L'ÉVOLUTION DES TAUX DE DÉTENTION DE VALEURS MOBILIÈRES DE 2009 A 2017



SOURCE : KANTAR-TNS, SoFIA 2017

1.4. LES PLACEMENTS DÉDIÉS À LA RETRAITE PEU DÉVELOPPÉS

Les placements dédiés à la retraite restent peu développés. Les régimes obligatoires par répartition (régime de base et régimes complémentaires) peuvent être complétés par des retraites supplémentaires facultatives. Selon l'Insee, en 2015, seuls 16,4 % des Français détenaient un placement dédié à la retraite (contrats collectifs en entreprise, PERP⁹, PEP¹⁰...).

Au total, ces dispositifs représentaient 197 milliards d'euros d'encours en 2014 (un peu moins de 5 % de l'épargne financière des ménages).

TABLEAU 2 : ESTIMATION DES ENCOURS DES PLACEMENTS DÉDIÉS À LA RETRAITE EN 2014

Dispositif	Montant (milliards d'euros)	En %
PERP	12,4	6
Produits dédiés aux fonctionnaires et aux élus	23,7	12
Autres (Retraite mutualiste du combattant...)	7,1	3
Retraite professions indépendantes (contrats Madelin...)	37,6	19
PERCO	10,3	5
Autres contrats souscrits dans un cadre professionnel (art. 39, 82, 83 ...)	105,3	54
Total	196,7	100

SOURCES : DREES, ENQUETE RETRAITE SUPPLEMENTAIRE DE 2014 ; FFSA ; AFG.

Droits sociaux et préparation individuelle de la retraite

La France se distingue par un système public de retraite par répartition très développé¹¹. Une étude réalisée par l'Insee en 2016¹² met en évidence des comportements de substitution entre l'épargne des ménages et leurs droits à pension. Un niveau plus élevé de pensions obligatoires induit une diminution de l'épargne retraite volontaire.

Ce constat est corroboré par les comparaisons internationales : l'épargne retraite, et en particulier les fonds de pension par capitalisation, investis en actions, sont plus développés dans les pays dans lesquels les pensions publiques sont relativement moins importantes.

⁹ Plan d'épargne retraite populaire.

¹⁰ Plan d'épargne populaire. La commercialisation du PEP a été interrompue en 2003.

¹¹ Les dépenses publiques de retraite représentaient 13,8 % du PIB en France en 2013 selon l'OCDE, contre une moyenne de 8,2 % dans les autres pays de l'OCDE.

¹² « Patrimoine privé et retraite en France », Blanchet, Dubois, Marino et Roger, document de travail de l'Insee, novembre 2016.

1.5. LES PRINCIPAUX OBJECTIFS D'ÉPARGNE : L'ÉPARGNE DE PRÉCAUTION ET L'ÉPARGNE RETRAITE

Invités par l'INSEE à opter parmi 13 choix possibles le principal motif pour lequel ils épargnaient, la grande majorité (76 %) des ménages épargnants s'est répartie entre seulement trois réponses¹³.

La constitution d'une réserve de précaution en cas d'imprévus est de loin le motif le plus cité (42 %). Près d'un quart des ménages épargnants indique qu'il s'agit avant tout de « préparer ses vieux jours ».

TABLEAU 3 : LES PRINCIPAUX MOTIFS D'ÉPARGNE EN 2015

	Taux
Constituer une épargne de précaution en cas d'imprévus	41,7 %
Préparer ses vieux jours	23,3 %
Acheter sa résidence principale	10,0 %
Voyager, partir en vacances	5,6 %
Payer les études ou aider ses enfants ou ses petits-enfants	5,5 %
Autres achats importants (véhicules, mobilier ...)	4,2 %
Préparer sa succession	3,4 %

SOURCE : INSEE, ENQUETE PATRIMOINE 2014-2015

L'épargne de précaution répond à une logique de prévoyance, « en cas de coup dur », qui rassemble la plupart des motifs de prévoyance des Français. Elle dépasse le simple besoin de constituer une réserve de trésorerie pour faire face aux dépenses imprévues. Cette épargne de protection (de soi-même et de ses proches) doit, dans l'esprit de beaucoup d'entre eux, rester liquide et sécurisée.

L'objectif « préparer ses vieux jours » dépasse la constitution d'un patrimoine en vue de la retraite. Il intègre aujourd'hui le risque de dépendance, même s'il est lointain.

La préparation financière de la retraite

Interrogés sur leur retraite, les Français sont nombreux à se déclarer inquiets du montant de leur pension future et conscients de la nécessité d'épargner individuellement.

Les actifs sont 72 % à se déclarer inquiets et 77 % à estimer qu'ils auront besoin de compléter leur retraite par des ressources supplémentaires¹⁴.

Dans un récent sondage, 29 % des Français estiment qu'ils auront suffisamment pour vivre correctement¹⁵. Un chiffre inférieur à 20 % chez les moins de 50 ans. 54 % d'entre eux disent épargner pour la retraite mais seulement 23 % régulièrement.

Dans un autre sondage, seuls 38 % des Français indiquent avoir mis de l'argent de côté¹⁶. Ils sont 63 % à se déclarer inquiets de « partir à la retraite avec une pension trop faible ». Seul un tiers « met de l'argent de côté en prévision de leur retraite ».

Autre enquête : seuls 10 % des actifs pensent qu'ils seront financièrement à l'aise pendant leur retraite, compte tenu de l'évolution de leur épargne retraite, et 40 % répondent ne pas avoir encore commencé à épargner pour leur retraite¹⁷. Cette même enquête indique que l'immobilier (au sens large) est perçu comme un bon moyen d'épargner pour sa retraite : 45 % des actifs estiment que cette option offre les meilleurs rendements. Après l'immobilier, 32 % des actifs optent pour « l'épargne de précaution », 15 % pour les régimes de retraite privés, 12 % pour les valeurs mobilières et 2 % pour les obligations d'État/Entreprise.

¹³ Insee, « La détention d'actifs patrimoniaux début 2015 », Insee Références, édition 2016.

¹⁴ Harris Interactive pour Deloitte, « Les Français et la préparation de la retraite », avril 2016

¹⁵ Sondage IFOP pour CECOP, Les Français, l'épargne et la retraite, février 2017

¹⁶ Ipsos pour France Bleu, 1089 personnes de 16 ans et plus, décembre 2016

¹⁷ HSBC, « L'avenir des retraites », sondage auprès de 1000 français de 21 ans et plus, mars 2017

Le rôle de l'assurance vie

Le rôle de l'assurance vie dans la préparation de la retraite est souvent mis en valeur par les enquêtes d'opinion. Ainsi, pour 48 % des détenteurs d'assurance vie, leur contrat répond à un objectif de préparation de la retraite¹⁸. Mais leur contrat répond simultanément à d'autres objectifs, comme « faire face aux imprévus » (57 %) ou « transmettre un patrimoine » (52 %). La même enquête interroge les Français sur leur souhait ou non de prendre plus de risque avec leur contrat en investissant davantage en actions. Ils sont 78 % à répondre non.

L'assurance vie n'est pas adaptée à un horizon très long

L'assurance-vie est le premier vecteur de l'épargne financière des Français. Mais alors que l'horizon de la retraite est long (de 10 à 40 ans), l'assurance vie à capital garanti est relativement peu investie en actions compte tenu de ses caractéristiques principales : elle est liquide et les rendements passés sont acquis.

En ce sens, elle n'est pas adaptée à un horizon d'investissement long (20 ans ou plus). En moyenne, un contrat d'assurance-vie a une durée de détention de 11 ans¹⁹, ce qui en fait un placement de moyen et long terme, mais plus rarement de très long terme. Les placements en actions des assureurs (390 milliards d'euros en 2016, soit 17 % de l'encours global, y compris via les placements collectifs) sont relativement limités²⁰.

Le taux d'épargne des Français est élevé et leur épargne est abondante mais insuffisamment orientée vers les placements en actions. Pour préparer leur retraite, ils préfèrent l'immobilier et l'assurance vie sans risque.

La diversification du patrimoine des Français paraît pouvoir être améliorée dans leur intérêt. La part relativement faible des actifs investie en actions et conservée sur une longue période pénalise leur capacité à constituer un capital pour la retraite dans un monde en croissance, même ralentie, tirée par l'innovation et le développement des économies émergentes.

Les épargnants disposant à la fois d'un horizon long et d'une épargne de précaution déjà constituée sont en situation de pouvoir diversifier leur épargne en actions.

¹⁸ Ipsos pour la FFA, « Les Français, l'épargne et l'assurance vie », mars 2017

¹⁹ Fédération française de l'assurance (FFA), « Les Français et l'assurance vie : une confiance mutuelle selon une étude Ipsos-FFA », communiqué de presse, mars 2017

²⁰ FFA, Le financement des entreprises par les assureurs, mars 2017

2. LES FREINS À L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME EN ACTIONS

Les freins à l'investissement en actions, c'est-à-dire en placements risqués, font l'objet de travaux réguliers des chercheurs. Nous synthétisons ici dans les constats issus de l'enquête Pater²¹.

2.1. LES PRÉFÉRENCES ET LES ANTICIPATIONS DES FRANÇAIS

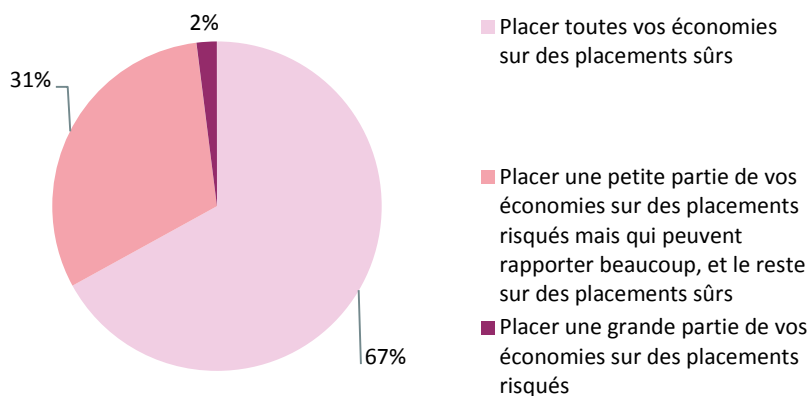
Au travers de l'enquête Pater, les chercheurs²² essaient de mesurer les préférences individuelles des épargnants en matière de risque et vis-à-vis de l'avenir. Selon eux, les choix en matière d'épargne dépendent de trois grands types de facteurs :

- Les ressources disponibles de l'individu : son patrimoine financier mais aussi son capital santé, son niveau d'éducation, ses connaissances financières...
- La perception de l'environnement et les anticipations vis-à-vis du futur. Cela regroupe des éléments économiques (évolution de salaire, risque de chômage, montants de la future retraite...), et les anticipations en matière d'état de santé ou d'espérance de vie, ou encore concernant le système de protection sociale.
- Les préférences de l'individu à l'égard du risque et du temps : son degré d'aversion au risque et sa préférence pour le présent influant sur ses arbitrages entre consommation et épargne.

2.1.1. Les Français préfèrent les placements sans risque

De façon générale, les Français présentent une forte aversion aux placements risqués. Seuls 2 % des interrogés sont disposés à placer la majeure partie de leur épargne sur des placements risqués.

GRAPHIQUE 4 : CERTAINES PERSONNES SONT PARTICULIÈREMENT PRUDENTES FACE À UNE SITUATION RISQUÉE, D'AUTRES SONT DAVANTAGE PRÊTES À TENTER LEUR CHANCE. EN MATIÈRE DE PLACEMENTS FINANCIERS, QUE PRÉFÉREZ-VOUS ?



SOURCE : PATER 2014

²¹ Pater (Patrimoine et Préférences vis-à-vis du Temps et du Risque) mesure les préférences à partir de loteries et en fonction des attitudes, des opinions, des comportements des Français dans différents domaines de la vie. L'enquête Pater a été menée en 2014 (5ème édition) auprès d'un échantillon représentatif de 3 600 Français de 18 ans et plus.

²² Les constats rapportés s'appuient sur les travaux Luc Arrondel (CNRS-PSE, Banque de France) et André Masson (CNR-PSE, EHESS).

Un sondage récent a confirmé cette aversion aux placements risqués : 74 % des Français préfèrent placer leur épargne dans des placements qui rapportent peu, avec un faible risque²³.

L'aversion aux pertes

La finance comportementale a montré que les choix des épargnants pouvaient être guidés par leurs émotions, leur intuition ou leurs biais comportementaux. Certains de ces biais expliquent pourquoi la détention d'actions est faible.

Ainsi, les épargnants surpondèrent le risque de perte sur le risque de gain (aversion aux pertes). Autrement dit, les pertes ont plus d'impact psychologique que les gains. Ils préfèrent les perspectives de gains plus sûrs à un gain plus élevé mais plus incertain.

2.1.2. Les actions sont considérées comme risquées

Interrogés sur les placements qu'ils considèrent comme risqués, les Français citent l'assurance vie en unités de compte (UC) et les actions (respectivement 46 % et 76 % pensent que ce sont des produits financiers risqués).

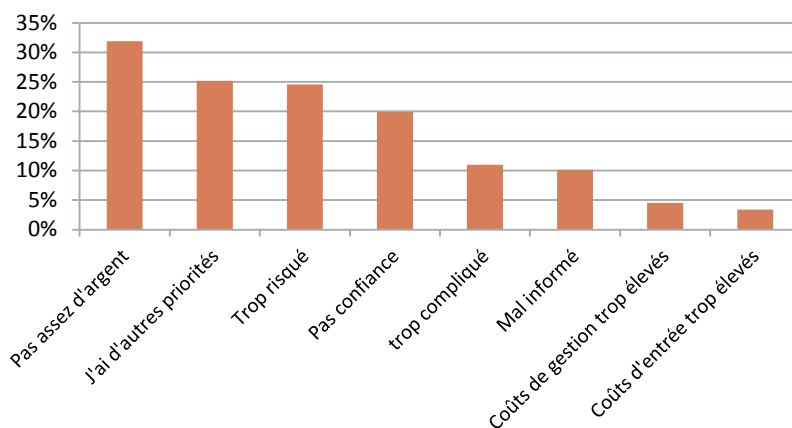
TABEAU 4 : POUR CHACUN DES PRODUITS SUIVANTS, INDIQUEZ SUR UNE ÉCHELLE DE 1 (PEU RISQUÉ) À 10 (TRÈS RISQUÉ) S'IL VOUS PARAÎT RISQUÉ

	Obligation	Livret A	Immobilier	Assurance vie en euros	Assurance vie en unités de compte	Actions
0 à 4	39%	84%	56%	48%	19%	5%
5 à 6	29%	8%	29%	32%	35%	18%
7 à 10	32%	8%	15%	21%	46%	76%

SOURCE : PATER 2014

Quand les non détenteurs d'actions sont interrogés sur les raisons de cette non détention, ils répondent souvent qu'ils n'ont pas assez d'argent, que les actions sont trop risquées ou qu'ils n'ont pas confiance.

GRAPHIQUE 5 : PARMI LES RAISONS SUIVANTES, QUELLES SONT CELLES POUR LESQUELLES VOUS N'AVEZ JAMAIS INVESTI (OU N'INVESTISSEZ PLUS) DANS DES ACTIONS DE SOCIÉTÉS COTÉES ? (PLUSIEURS RÉPONSES POSSIBLES)



SOURCE : PATER 2014

²³ Sondage OpinionWay pour Robin'Finance, Les Français et l'épargne, 1000 personnes de 18 ans et plus interrogées en ligne, février 2017

Les Français sont naturellement peu enclins à prendre des risques

Intrinsèquement prudents, les Français sont naturellement réticents à réaliser des placements risqués.

« Imaginez que vous ayez gagné un prix de 100 000 euros. Votre banque vous propose de placer tout ou partie de cette somme sur un placement risqué, le reste sur un placement sans risque. Avec ce placement, vous avez une chance sur deux de doubler cette somme. Mais vous avez aussi une chance sur deux de perdre totalement. Combien êtes-vous prêt à investir sur ce placement ? »

A cette question, environ 6 Français sur 10 ont répondu ne rien vouloir investir sur ce placement risqué préférant se contenter du prix gagné plutôt que de tenter de le multiplier en risquant de perdre la somme investie.

Ils sont environ 2 sur 10 à envisager de placer une somme inférieure à 10 000 euros, 1 sur 10 une somme comprise entre 10 et 20 000 euros. Seuls 2,5 % des interrogés seraient prêts à investir 40 000 euros ou plus sur un tel placement risqué.

Plus la somme en jeu est importante, moins les individus sont enclins à parier, même si le bénéfice potentiel à retirer du jeu est élevé.

Les constats de la finance comportementale

Bernoulli introduit pour la première fois la notion d'utilité de l'investisseur dans son processus de décision en situation incertaine avec la démonstration du paradoxe de Saint-Petersbourg. Une banque propose un jeu où l'espérance de gain est infinie. Malgré cela, la mise initiale qu'est prêt à investir le joueur est limitée. Bernoulli parle alors d'utilité espérée : l'investisseur cherche à maximiser son gain et minimiser ses pertes en situation de risque. Il se réfère à une valeur psychologique et « morale » selon l'utilité du bien plutôt qu'à sa valeur monétaire.

Kahneman et Tversky, fondateurs de l'économie comportementale, remettent également en cause la rationalité des investisseurs avec la théorie des perspectives : les individus sont soumis à des biais comportementaux et averses aux pertes. Le poids d'une perte est plus important que celui d'un gain. Ainsi, un investisseur ressentira doublement plus de peine pour une perte de 100 euros que pour le gain de cette même somme.

La théorie des perspectives atteste également d'une pondération des probabilités en concordance avec la prise de décision, de sorte que les investisseurs préfèrent la certitude à l'incertain. Ainsi, les individus préfèrent un gain certain de 100 euros, plutôt qu'un pari classique avec 50 % de chances de ne rien gagner et 50 % de gagner 200 euros.

Les recherches en finance comportementale ont montré que les choix des épargnants étaient soumis à des biais cognitifs et comportementaux applicables à leurs investissements. Ainsi, certains biais définis aujourd'hui peuvent expliquer une faible détention des actions des investisseurs français.

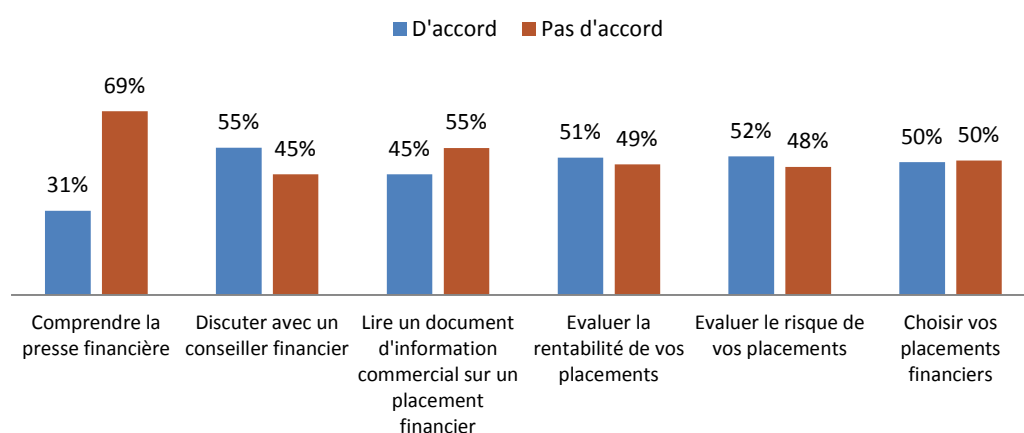
- La « comptabilité mentale » et la « myopie » : selon Thaler, l'épargnant cherche à réduire ses pertes en se concentrant sur des activités de « comptabilité mentale ». Il suit très fréquemment ses activités financières, ce qui le rend myope sur la rentabilité à long terme. Il pondère plus fortement le futur proche que le futur éloigné (Laibson).
- Biais de disposition : les investisseurs ont tendance à vendre leurs actions en hausse (souvent trop tôt) et conserver parallèlement les actions en baisse dans leurs portefeuilles (et souvent trop longtemps).
- Préférence pour le présent : la détention de titres à long terme est mise à mal par la difficulté de planification des investisseurs (Ameriks, Caplin & Leahy) mais aussi par les préférences individuelles pour le présent (Arrondel, Masson, Verger).

2.1.3. Les connaissances financières sont imparfaites

L'enquête Pater souligne la faiblesse de la culture financière des interrogés et expliquent en partie la timidité des ménages à investir leur épargne sur les marchés financiers. Selon les chercheurs, l'éducation financière a un impact positif sur la capacité à planifier un effort d'épargne sur le long terme.

7 Français sur 10 disent que leurs connaissances financières sont insuffisantes pour comprendre la presse financière. Seuls 5 sur 10 estiment qu'ils sont capables d'évaluer la rentabilité et le risque de leur placement.

GRAPHIQUE 6 : AVEZ-VOUS L'IMPRESSION QUE VOS CONNAISSANCES SONT SUFFISANTES POUR...



SOURCE : PATER 2014

Globalement, 71% des Français estiment avoir une culture financière faible, voire très faible. Beaucoup ne surestiment donc pas leur niveau de connaissances financières.

TABLEAU 5 : DIRIEZ-VOUS QUE VOTRE CULTURE FINANCIÈRE EST ...

Très faible / Faible	70,6%
Moyenne / Elevé	29,4%

SOURCE : PATER 2014

Evaluation du niveau d'éducation financière

Pour évaluer le niveau d'éducation financière des individus, certaines questions sont habituellement posées sur la diversification, les intérêts d'un placement, l'effet de l'inflation, le coût d'un crédit ou encore un calcul de pourcentage.

Les résultats démontrent le faible niveau d'éducation financière. Par exemple, 82 % des individus ne savent pas s'il est moins risqué d'acheter une action cotée en Bourse ou une part de placement collectif. Très peu (2,4 %) répondent correctement à l'ensemble des questions.

TABLEAU 6 : QUE PENSEZ-VOUS DE L'AFFIRMATION SUIVANTE ? IL EST MOINS RISQUÉ D'ACHETER UNE ACTION COTÉE EN BOURSE QU'UNE PART DANS UN FCP OU UNE SICAV

Vrai	2,6%
Faux	15,2%
Je ne sais pas	82,1%

SOURCE : PATER 2014

Le rôle de l'éducation financière

Le rôle de l'éducation financière est souligné dans le rapport du Conseil d'Analyse Économique de 2009²⁴ :

« L'éducation financière limitée des épargnants français et leur faible niveau d'information les empêchent de bénéficier des opportunités d'investissement qui leur sont offertes. L'allocation d'actifs des ménages dont l'éducation financière est limitée offre un profil rendement-risque sous-optimal. La méconnaissance du rôle que peuvent jouer les investisseurs de long terme en France pénalise le rendement des placements financiers des épargnants. Les ménages les plus éduqués ont une part plus importante d'épargne risquée. »

En décembre 2016, la France, suivant en cela les recommandations de l'OCDE, s'est dotée d'une stratégie nationale d'éducation financière, dont la Banque de France est désignée comme opérateur national. L'AMF y prend toute sa place sur les aspects d'épargne financière.

2.1.4. Les anticipations sont pessimistes

L'enquête PATER s'intéresse à l'optimisme des Français et à leurs anticipations sur le futur. Elle nous aide à comprendre pourquoi les ménages sont de plus en plus précautionneux.

L'épargnant est très attentif à son environnement économique. Une conjoncture dégradée alimente son « épargne de précaution ». Son arbitrage entre consommation et épargne, et entre supports d'épargne, est lui-même très dépendant non seulement des circonstances mais aussi de ce qu'il anticipe : hausse ou baisse du chômage, etc.

Les efforts d'épargne financière à long-terme dépendent assez directement de la confiance des ménages. L'incertitude économique s'avère peu propice à l'engagement long pour l'ensemble des acteurs, y compris les épargnants.

De façon générale, les Français pensent que les crises financières récentes (2008, 2011) ont eu ou auront des conséquences négatives importantes sur de nombreuses variables, en particulier sur leurs impôts (74 %) et leur pouvoir d'achat (68 %).

Une majorité d'entre eux pense également que la crise a eu ou aura un impact sur leur épargne ou leur situation financière.

TABEAU 7 : PENSEZ-VOUS QUE LA CRISE A EU OU VA AVOIR DES CONSÉQUENCES IMPORTANTES SUR VOTRE...

	Epargne et patrimoine	Situation financière en général
Très importantes	14%	15%
Assez importantes	43%	47%
Peu importantes	39%	39%
Pas importantes du tout	4%	4%

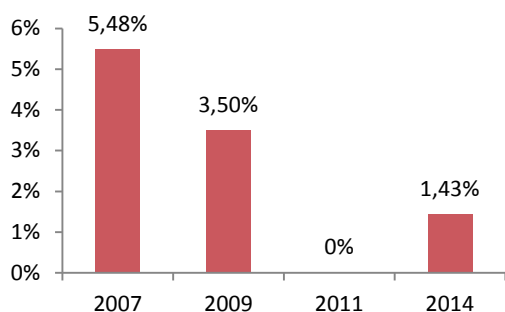
SOURCE : PATER 2014

Anticipations pessimistes pour la bourse

Les Français étaient, au plus fort de la crise, très pessimistes en ce qui concerne la Bourse. Calculées sur les ménages ayant répondu à plusieurs vagues de l'enquête, les anticipations moyennes de rendements futurs sur le marché boursier confirment ces tendances : 5,5 % en 2007, 3,5 % en 2009, 0 % en 2011 et 1,4 % en 2014.

²⁴ « Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers », O. Garnier et D. Thesmar, mai 2009.

GRAPHIQUE 7 : L'ANTICIPATION MOYENNE DE RENDEMENTS DANS LES 5 PROCHAINES ANNÉES SUR LE MARCHÉ BOURSIER



SOURCE : PATER 2007 A 2014

En 2007, plus de la moitié des ménages prévoyait une hausse de la bourse pour les 5 années suivantes. Cette proportion n'était que d'un tiers en 2011. En 2014, ils étaient un peu plus nombreux à anticiper une hausse (4 sur 10), mais à un niveau restant relativement faible.

De même, les anticipations relatives à l'évolution des revenus du travail se sont détériorées au cours des dernières années, la proportion des individus anticipant une évolution positive étant passé de 50 % en 2007 à 33 % en 2014.

La relation entre la « préférence pour le présent » et la détention d'actions

Les ménages font un arbitrage entre consommation présente et future. L'enquête Pater met en exergue leur degré d'impatience et leur capacité à épargner.

La capacité à se projeter dans l'avenir coïncide souvent avec une aversion au risque plus élevée : les personnes prudentes et prévoyantes accumulent un patrimoine financier plus important que les autres et elles le font le plus souvent via l'assurance vie ou une épargne retraite plutôt que via les placements en actions. Mais la préférence pour le présent explique également en partie la probabilité de détenir des actions : les personnes moins « prévoyantes » ont tendance à moins détenir d'actions.

L'enquête met en évidence une faible préférence pour le présent si les gains futurs sont importants. En revanche, plus les gains espérés futurs sont faibles, plus la préférence pour le présent est forte.

Les principaux enseignements de l'enquête Pater

Le faible taux de détention des actions est expliqué essentiellement par 2 constats :

- l'éducation financière est corrélée à la propension à planifier et explique le taux de détention d'actions (mais pas la part d'actions dans le patrimoine) ;
- la part investie en actions est déterminée par l'aversion au risque et les rendements attendus.

Les chercheurs résumant ainsi les facteurs explicatifs²⁵ :

« Moins on est tolérant (au risque), moins on est attiré par des actifs risqués que ce soit au niveau de la détention d'actions ou à celui des intentions ; plus on est prévoyant, plus on se tourne vers ce type d'actifs.

Le montant du patrimoine a un effet positif significatif (sur le taux de détention et sur les intentions), le montant du revenu du travail n'en a que sur la détention d'actions, le risque anticipé sur ce revenu n'a pas d'effet. L'âge et le niveau d'éducation sont également des facteurs positifs importants pour expliquer la prise de risque (stock et accumulation d'information). Enfin, s'agissant des variables d'anticipation, le rendement espéré des actions a un effet (positif) important, et dont la significativité est souvent comparable à celle du score de risque. »

²⁵ Les épargnants français dans la « grande récession » : Préférences, anticipations et choix de portefeuille, Luc Arrondel et André Masson, CNRS, PSE, février 2016

L'étude Pater met en évidence l'un des freins les plus importants à l'investissement en actions : la forte aversion des épargnants français, naturelle, à la perte. Cette aversion est bien établie par les constats de l'économie comportementale.

Les épargnants montrent également des difficultés à se projeter dans l'avenir et donc à mettre en œuvre un plan d'investissement de long terme. Cette incapacité à planifier explique en partie les différences d'accumulation d'épargne entre épargnants. Mais si les personnes prévoyantes accumulent sur le long terme un patrimoine financier plus important que les autres, la part des actions dans leur patrimoine global reste relativement faible.

Ainsi, la désaffection pour les actions touche l'ensemble des épargnants, y compris ceux qui ont acquis des réflexes importants d'épargne et qui de ce fait auraient objectivement la possibilité d'investir en actions.

Pour compléter ces constats, l'AMF a souhaité mener une étude qualitative pour comprendre les freins exprimés par les épargnants concernant l'investissement de long terme et notamment en actions.

2.2. LES FREINS PSYCHOLOGIQUES EXPRIMÉS PAR LES ÉPARGNANTS

L'AMF a choisi l'institut Kantar TNS, doté d'une connaissance approfondie des épargnants construite au fil des enquêtes par ses équipes. L'étude qualitative s'est appuyée sur le modèle Behaviour Change™ de l'institut pour venir apporter l'éclairage complémentaire souhaité par l'AMF.

Il a été choisi de cibler des actifs âgés de 30 à 45 ans. Cette tranche d'âge est une cible adéquate pour la promotion de l'épargne de long terme : les plus de 30 ans sont en phase de lancement dans la vie active, et les moins de 45 ans disposent d'au moins de 20 ans pour préparer leur retraite.

L'étude repose sur une série de 18 entretiens de 2 heures. Les personnes interviewées (toutes domiciliées en Ile-de-France) ont été réparties en 3 profils (6 personnes par profil) :

- Les « épargnants de court terme », qui se préoccupent peu de la retraite : ils se projettent peu sur le long terme et épargnent via des produits d'épargne garantis et liquides.
- Les « investisseurs sécuritaires », qui sont préoccupés par leur retraite et ont une appétence pour les produits d'épargne de long terme garantis.
- Les « investisseurs risqués », qui sont préoccupés par leur retraite et ont une appétence pour les placements de long terme risqués.

2.2.1. Les Français ont des rapports divers à l'épargne

Les entretiens ont permis d'identifier que les épargnants se distinguent par le degré d'implication dans la gestion financière et par leur état d'esprit (tranquillité ou crainte/appréhension).

- Les « fragiles » ont un sentiment d'impuissance et sont vulnérables, avec une tendance à fuir.
- Les « gestionnaires » anticipent, sont dans une logique de protection de soi et des siens.
- Les « *carpe diem* » sont dans l'insouciance et la passivité, avec une vision de court terme.
- Les « joueurs » sont plutôt sereins et dans une logique d'optimisation et de rentabilisation.

Les épargnants assignent différentes vocations et motivations à l'épargne :

- l'épargne « plaisir », qui est de court terme,
- l'épargne « protection », pour les coups durs et imprévus, qui peut être une épargne de court terme, mais qui est surtout une épargne de durée indéterminée,
- l'épargne « construction », qui est une épargne de moyen / long terme (études des enfants, immobilier, changement de vie professionnelle...).

Les individus n'ont bien sûr pas tous une lecture aussi claire et définie de leurs produits d'épargne et de leurs fonctions. Beaucoup raisonnent plutôt de manière globale à l'égard de leur épargne, au sein de

laquelle les produits peuvent s'entrecroiser et changer de vocation. Le constat est celui d'une relative méconnaissance des individus à l'égard des produits d'épargne et de leurs caractéristiques propres, pouvant conduire à de fausses représentations.

La préparation de la retraite est un peu à part, à la fois épargne protection et épargne construction. Elle se situe généralement dans le champ de l'épargne de moyen et long terme.

Un rapport à l'argent conditionné par le contexte familial et personnel

Selon les auteurs de l'étude, le rapport à l'épargne est fortement conditionné par l'ancrage et l'histoire familiale, dans la continuité ou en opposition. Les épargnants de long terme ont souvent une famille qui a joué un rôle dans la transmission d'une bonne gestion de leurs finances et de leur épargne. La manière dont les parents ont géré les finances du foyer et ont épargné au cours de leur vie, influence la manière dont les individus vont eux-mêmes épargner. Des pratiques qui pourront alors se construire, soit en réaction/en opposition à une gestion jugée laxiste, hasardeuse, trop court-termiste, soit au contraire dans la continuité, dans la reproduction de la gestion familiale, qu'elle soit prudente ou risquée, dans un modèle qui correspond à ses valeurs.

L'entourage amical est peu initiateur des pratiques en matière d'épargne, l'argent demeurant une problématique trop intime et personnelle pour être partagée au sein de ce cercle.

2.2.2. Les actions ne sont pas citées et ne sont pas associées au long terme

La notion d'épargne de long terme n'est pas évoquée naturellement par les épargnants. Le raisonnement se fait en fonction des produits et des objectifs, et non selon la durée.

Trois grands ensembles de produits sont cités :

- les livrets, pour gérer le courant ;
- l'assurance vie et l'épargne logement, pour préparer les projets (achat du logement et préparation de l'avenir), et qui ont pour caractéristique d'être perçus comme bloqués ;
- l'épargne salariale en entreprise, qui est mal connue et mal maîtrisée.

L'épargne de long terme est envisagée au travers de projets de vie et autour des concepts de construction, famille et transmission, sécurité, protection, précaution ainsi que rendement dans la durée. L'épargne de long terme est souvent comprise en opposition à la notion de « plaisir » et suscite assez rapidement l'idée d'implication, d'engagement, de responsabilité. Elle est associée avant tout à l'assurance vie, voire à l'épargne logement, et jamais à l'épargne en actions, sauf pour quelques connaisseurs.

L'appropriation des produits en actions dans une logique d'épargne de long terme semble difficile. L'épargne en actions est associée à du court terme, à du « coup financier », du gain, du risque, de l'aléatoire et de l'abstrait, de l'opacité. Seuls les profils les plus connaisseurs citent les placements risqués (PEA, fonds) comme produits de long terme, car nécessitant un temps long de placement pour être rentable.

Le contexte économique incite peu à la projection à long terme

Pour les auteurs de l'étude, le contexte économique mondial marqué par les crises financières successives des 15 dernières années (l'éclatement de la bulle Internet, la crise des *subprimes*, la crise des banques européennes), a contribué de différentes manières à fortement ébranler la confiance à l'égard du système et des institutions financières mondiales.

- La prise de conscience chez les épargnants de la fragilité de ce système bancaire, de sa rapidité de déstabilisation, et de l'ampleur des conséquences à l'échelle individuelle.
- Un ébranlement de la confiance dans les banques et dans les conseillers eux-mêmes : des vendeurs plus que des conseillers soupçonnés trop souvent de privilégier d'abord les intérêts de la banque avant ceux du client.
- Pour certains, un ébranlement de la confiance en l'Etat qui n'a su et ne saura prévenir une éventuelle prochaine crise.

Ce contexte n'apparaît pas favorable à l'investissement en actions : les épargnants ont tendance à valoriser les produits financiers garantis non bloqués et l'immobilier.

2.2.3. De nombreux *a priori* sur les actions

L'épargne en actions est jugée aléatoire, risquée, voire non rentable. Elle est perçue comme un risque qui ne se réduit pas dans la durée. La perception de la non-garantie de rendement peut être imaginée comme toujours défavorable (« on est forcément perdant »).

L'épargne en actions est vue comme bloquée et non liquide.

Elle n'est pas envisagée comme facilement atteignable et accessible. Les conditions d'accès sont perçues comme réservées à une population d'initiés, qui ont des moyens financiers et un niveau de connaissance suffisant ainsi que du temps pour suivre leurs investissements.

L'épargne en actions pâtit donc d'un sentiment d'inégalité entre, d'une part, le coût investi, qu'il s'agisse d'un coût financier (une somme épargnée envisagée comme un sacrifice), d'un coût de temps passé (suivi régulier, recherche d'informations...), et, d'autre part, les bénéfices que l'on y associe, très aléatoires, conditionnés et lointains.

Cela est moins le cas pour les fonds. Mais ceux-ci apparaissent obscurs s'agissant d'une épargne dont on ne maîtrise pas les mouvements, les évolutions, les arbitrages, ni les entreprises dans lesquelles on investit.

2.2.4. Les actions, « à la réflexion »

Invités à réfléchir, les épargnants confirment « rationnellement » un bilan négatif des placements en actions, c'est à dire un certain déséquilibre entre les efforts induits, les risques encourus et les bénéfices finalement générés par l'épargne de long terme.

Le rapport coût / bénéfice n'apparaît pas clair au vu des sacrifices sur le mode de vie au quotidien et le caractère aléatoire et risqué des actions. Cet effort d'épargne leur semble assez incompatible avec les efforts déjà effectués.

L'argument du rendement passé des actions, supérieur à celui des autres placements sur les vingt dernières années, surprend positivement mais très vite laisse sceptique, voire éveille une certaine méfiance.

Cependant, le bénéfice de rendement apparaît comme un argument capable de faire changer les mentalités, s'il est accompagné d'éléments de réassurance.

2.2.5. Les actions et la pression sociale

L'épargne en actions n'est pas réduite du fait d'une pression sociale qui verrait négativement ce type d'épargne.

Les épargnants les moins favorables à l'épargne de long terme en actions peuvent remettre en cause un modèle financier opaque, peu honnête, à l'égard duquel ils vont rester à distance... mais sans pour autant induire de véritable levée de bouclier.

Cette épargne n'est cependant pas jugée bénéfique à la société et à l'économie : elle est plutôt associée aux grands groupes et aux crises, profitable aux marchés, aux grandes entreprises et aux banques.

Ainsi, l'épargne en actions soulève des interrogations, voire de la suspicion, quant à sa capacité à être compatible avec une forme plus « éthique » de modèle de financement.

Toutefois, les auteurs de l'étude soulignent que l'argument éthique et solidaire pourrait bien représenter un potentiel de séduction intéressant, permettant d'enclencher une prise de conscience et d'éveiller un « appétit » d'épargne.

L'offre de placements risqués

Si les épargnants se détournent des placements risqués, c'est aussi que l'offre est relativement peu présente. Les visites mystère menées par l'AMF depuis 2010 le montrent régulièrement. Les chargés de clientèle prennent en compte les profils différenciés des prospects (risquophobes ou risquophiles). Mais cette prise en compte reste limitée alors que les scénarios « jeune actif » et « risquophile » se prêteraient à des propositions d'investissements risqués.

Les professionnels, contraints par une réglementation les obligeant à vérifier l'attrait de leurs clients pour le risque, et après les crises boursières et financières des années 2000, ont fortement réduit leurs conseils de produits d'investissement.

Cette étude qualitative révèle que les actions ne font pas partie du paysage naturel de l'épargnant. Il les ignore, convaincu qu'elles ne s'adressent qu'à des « boursicoteurs », bien éloignés de son profil.

Elles ne sont pas spontanément perçues comme adaptées à l'épargne de long terme, et notamment à l'épargne retraite. L'épargne en actions apparaît, de plus, comme une démarche assez antinomique avec les contraintes financières actuelles et la logique de protection et de sécurisation qui prévaut dans l'esprit de l'investisseur.

Elle pâtit également de l'environnement social, économique et politique, contribuant à fragiliser la capacité de projection sur le long terme et de prise de risque des individus. S'ajoute enfin un socle de représentations et *d'a priori* fortement ancrés dans la durée. Ces représentations peuvent entraîner de la peur et de l'appréhension et constituent autant de freins à l'épargne de long terme en actions.

3. LES LEVIERS POUR STIMULER L'ÉPARGNE DE LONG TERME EN ACTIONS

L'étude qualitative souligne qu'il est important, avant tout autre message, de déconstruire les automatismes des épargnants. Un discours doit prendre le temps d'aller à l'encontre des fausses représentations et doit se faire avec mesure et pédagogie. Déconstruire les idées reçues relatives à l'investissement en actions est nécessaire pour obtenir un changement de comportement des épargnants.

Le régulateur peut prendre sa place dans cet effort par la mise à disposition de contenus pédagogiques, ou par des actions de communication. Il ne peut être le seul. Les arguments présentés ci-après constituent un matériau utilisable par l'ensemble des acteurs, en particulier ceux qui ont une capacité plus forte d'atteindre un grand nombre d'épargnants.

La pédagogie pour protéger

L'objectif de l'AMF, en tant qu'autorité, est avant tout de contribuer à la protection de l'épargne par la diffusion d'une information correcte et utile. Celle-ci ne doit en aucun cas tromper les épargnants. L'objectif de sa pédagogie est de convaincre que la protection de l'épargne passe par une meilleure diversification en actions.

3.1. ÉDUIQUER DANS UN PREMIER TEMPS : INFORMER, PERMETTRE UNE PRISE DE CONSCIENCE

3.1.1. Clarifier l'investissement en actions, vulgariser les solutions de placement

L'un des premiers écueils concernant l'épargne de long terme est le manque de connaissances des individus à l'égard d'un univers qui peut leur apparaître opaque, flou, technique et peu accessible.

Cet écueil est clairement sous-estimé par les professionnels et les promoteurs de solutions d'épargne.

Dans ce contexte de forte méconnaissance, une pédagogie de l'investissement en actions devrait commencer en priorité par définir ce qu'est l'épargne de long terme (sa durée, ses objectifs et les produits associés, notamment les solutions d'épargne retraite).

L'objectif est d'expliquer simplement le lien entre les actions et l'épargne de long terme, et d'informer sur les marchés financiers. Il sera important de se centrer sur l'intérêt individuel de l'épargnant. L'approche doit être concrète même si elle est sous-tendue par des concepts économiques.

La pédagogie doit porter sur les bonnes raisons pour lesquelles l'épargne en actions peut/doit être envisagée comme une épargne de long terme. Elle doit informer sur l'importance de la durée de cette épargne : plus on commence tôt, plus les avantages seront intéressants. Le risque doit être replacé à sa juste mesure : il s'agit d'abord d'une incertitude sur l'avenir. Pour mieux la maîtriser, les actions apportent une diversification utile, qui la limite (lire plus loin).

3.1.2. Déconstruire les idées fausses sur l'épargne en actions

Déconstruire les idées reçues est une entreprise ambitieuse : il est difficile de faire évoluer ce qui est profondément ancré. Certains *a priori* portent sur le « pourquoi », d'autres sur le « comment ».

Le principal frein psychologique porte sur le caractère aléatoire de l'épargne en actions, le risque réel (mais à relativiser) de ne pas récupérer la somme engagée au départ.

Les autres freins, pour ceux qui envisageraient malgré tout de s'y « risquer », portent sur le montant minimum à investir pour avoir accès à cette épargne en actions, sur la disponibilité des montants investis et sur l'accessibilité pour ceux qui n'ont ni les connaissances nécessaires ni le temps disponible. Ils renvoient aux conditions d'accès, supposées contraignantes et limitées.

L'objectif est d'aller à la rencontre de ces freins, rapportés par Kantar TNS, en prenant le temps de les discuter un par un. Aucun de ces a priori n'est totalement infondé. Chacun d'entre eux peut cependant constituer un levier, s'il est reconnu et nuancé.

Ci-dessous, le lecteur ne doit donc pas dissocier les arguments avancés des nuances apportées.

Frein n°1 : l'épargne en actions est réservée à ceux qui disposent d'une épargne abondante

Levier n°1 : l'épargne de long terme en actions est en pratique accessible

Il est possible en pratique d'épargner régulièrement, avec de très petits montants, sur des fonds diversifiés en actions.

L'épargne régulière est vertueuse. Quand cette capacité d'épargne ne déséquilibre pas le budget, elle est « indolore » et l'effet boule de neige à long terme des versements réguliers joue à plein.

Nuances : l'épargne en actions étant une épargne de long terme, il est intéressant de commencer à se constituer un portefeuille le plus tôt possible. Cependant, cette décision doit prendre en compte la situation financière personnelle, l'attitude face au risque et doit être pesée au regard de la nécessité de se constituer d'abord une épargne de précaution, puis de financer ses projets de court ou moyen terme.

Frein n°2 : l'épargne en actions est bloquée

Levier n°2 : l'épargne investie en actions n'est pas bloquée

Bien que destinée à demeurer investie sur longue période, l'épargne en actions peut être récupérée à tout instant à sa valeur du moment. L'épargnant peut la constituer, l'accumuler et la déaccumuler en fonction de ses priorités. De même l'investissement dans des placements collectifs en actions est entièrement liquide.

Nuances : l'épargne investie en actions ne peut en aucun cas être assimilée à un placement de précaution constamment disponible. En effet, la nécessité de vendre pour une raison ou une autre pourrait obliger l'épargnant à désinvestir alors que la valeur de son portefeuille est au plus bas. Le paradoxe est que les épargnants doivent agir comme si cette épargne était bloquée à long terme tout en étant rassurés par sa disponibilité en cas de coup dur ou si leurs priorités changent.

L'épargne « tunnel »²⁶, non disponible jusqu'à la retraite en contrepartie d'avantages fiscaux, n'offre pas la disponibilité des actions détenues en direct ou des placements collectifs.

Frein n°3 : les actions, c'est pour ceux qui s'y connaissent

Levier n°3 : l'épargne de long terme en actions ne nécessite pas d'être un expert des marchés financiers et des entreprises

Les placements collectifs (fonds et sicav) diversifiés, gérés par des professionnels, offrent des solutions « clé en main » aux épargnants n'ayant ni le temps ni les connaissances pour investir eux-mêmes sur les marchés financiers. Il leur suffit, à l'aide d'un conseil professionnel, de souscrire le placement adéquat, c'est-à-dire celui qui leur convient, notamment quant à son niveau de risque. L'information sur la stratégie de gestion et les performances des placements collectifs est facilement accessible.

Nuances : cette « facilité » ne doit pas conduire les épargnants à une trop grande passivité. Ils doivent comprendre la stratégie d'investissement de leur placement et s'interroger régulièrement sur son évolution et sur sa pertinence au regard de leur objectif et de leur capacité à supporter ses fluctuations.

Les épargnants désireux de gérer eux-mêmes leurs investissements en fonds et sicav doivent s'impliquer plus encore dans leurs choix (quelle diversification mettre en œuvre ? quels fonds choisir ?).

²⁶ Par exemple, les plans d'épargne retraite populaire (PERP) et les Plans d'épargne pour la retraite collectif (Perco).

Frein n°4 : les actions ne sont pas rentables ; c'est un placement très risqué

Levier n°4 : sur une durée de 20 ans, l'épargne investie en actions est rentable et relativement peu risquée

Les épargnants expriment clairement un doute sur le potentiel de rendement des placements en actions.

Les dernières crises boursières et financières, les fortes incertitudes sur la croissance économique, suscitent un surcroît de méfiance exacerbé par un pessimisme concernant les rendements futurs des actions. Les épargnants sont averses au risque, surestiment les risques extrêmes de perte, et ne croient pas à la supériorité des placements en actions « à la longue ».

L'observation des rendements passés des actifs financiers aboutit pourtant au même constat : historiquement, les placements en actions, sur les principaux marchés boursiers, ont le plus souvent procuré, avec le temps, des rendements réels positifs.

Sur une durée longue (20 ans et plus), la fréquence des pertes des actions a été historiquement faible et les placements en actions ont offert une bonne protection du pouvoir d'achat de l'épargne, supérieure à celle des obligations à taux fixe et des placements monétaires²⁷.

Nuances : les études sur les rendements passés portent sur des placements simulant l'évolution des indices boursiers, en supposant tous les dividendes systématiquement réinvestis, ce qui en pratique n'est pas toujours facile à mettre en œuvre. L'observation du passé donne des indications sur le risque des placements, mais ne peut constituer une prévision de leur évolution future. Le risque d'un placement en actions ne peut pas être totalement annulé, même sur une très longue durée. Les rendements constatés dans les études historiques ne prennent jamais en compte les frais et la fiscalité.

Pour aller à l'encontre des idées reçues de beaucoup d'épargnants sur les placements en actions, l'AMF a calculé le rendement moyen passé de placements réguliers en actions.

²⁷ Lire « Les placements de l'épargne à long terme », J.F. de Laulanié, *Economica*, 2016. L'auteur, qui a étudié les performances de différents placements de 1857 à 2015, constate notamment que pour les actions françaises, le risque de perte de pouvoir d'achat est inférieur à celui des obligations et des placements monétaires à partir de 5 ans de détention, et devient statistiquement « marginal après 15 ans de détention ».

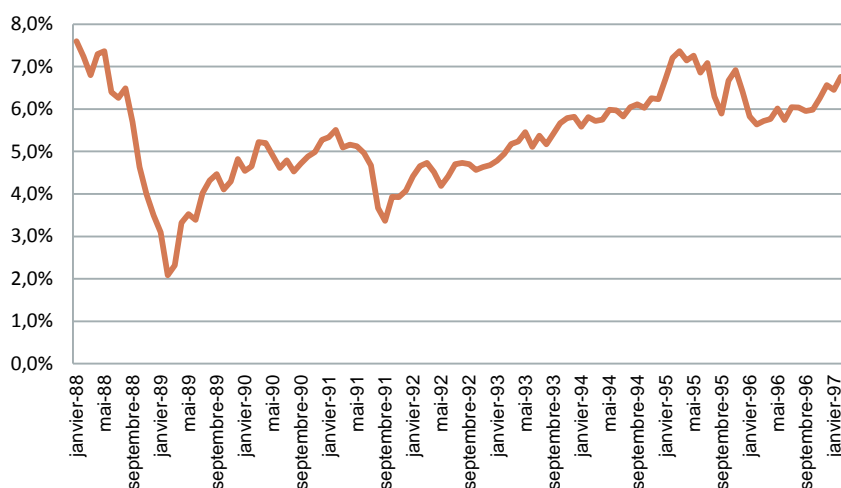
5,3 %, le rendement annualisé moyen depuis 29 ans de placements progressifs diversifiés en actions d'une durée de 20 ans

Le risque d'un placement en actions est réduit par l'étalement dans le temps des investissements, mais aussi au moyen d'une diversification géographique sur différents marchés n'évoluant pas toujours dans le même sens et au même rythme.

Il est ainsi intéressant d'observer rétroactivement, sur la période allant de 1988 à 2017, ce qu'aurait procuré un placement régulier diversifié en actions internationales (françaises, anglaises, allemandes, américaines, japonaises)²⁸. La durée de ce placement a été fixée à 20 ans de façon à disposer de nombreuses observations (110 placements sur 20 ans lancés chaque mois entre 1988 et 1997).

Il ressort de ces simulations que le rendement nominal annualisé d'un tel placement régulier et diversifié a été, en moyenne, de 5,3 % sur cette période.

GRAPHIQUE 8 : RENDEMENTS NOMINAUX ANNUALISÉS DES PLACEMENTS PROGRESSIFS DIVERSIFIÉS EN ACTIONS D'UNE DURÉE DE 20 ANS



SOURCE : AMF

Note de lecture : on considère 110 investissements réguliers d'une durée de 20 ans, dont le premier a démarré en janvier 1988 et le dernier en février 1997. Ainsi, un placement lancé en février 1997 a procuré au bout de 20 ans un rendement annualisé de 6,8 % (hors frais et fiscalité).

Ainsi, sur les 29 dernières années, période incluant notamment 2 crises boursières et financières, il est remarquable de noter qu'en moyenne les placements en actions sur 20 ans ont toujours procuré un rendement nominal positif.

Les rendements annualisés de chacun de ces 110 placements ont été compris entre 2 % (les placements lancés en 1989) et 7 % par an (les placements lancés au début de 1988 et en 1995). Tous les placements lancés à partir de 1993 ont procuré des rendements annualisés supérieurs à 5 % (avant frais et fiscalité).

Avertissement : ces résultats doivent être relativisés car ils portent sur une période d'observation (1988 à début 2017) relativement courte au regard de la durée des placements simulés (20 ans). Elle conduit à une certaine sur-représentation de la période 1997-2008. Les placements simulés sont passifs : les investissements sont alloués sur les différents indices dans des proportions constantes et aucun rééquilibrage n'est effectué. Les variations de change ne sont pas neutralisées. Il n'est pas aisé en pratique de reproduire un tel placement : même si des fonds indiciels sont disponibles, ils ne peuvent pas reproduire parfaitement l'évolution des indices boursiers dividendes réinvestis. La fiscalité des différentes composantes diffère.

²⁸ Les versements mensuels sont constants, ainsi que la répartition sur des investissements sur les différents marchés, représentés par leur principal indice boursier dividendes réinvestis : CAC 40 (24 %), FTSE 100 (14 %), Dax 30 (14 %), S&P 500 (34 %), Topix (14 %).

Les investissements programmés réduisent les fluctuations de la valeur d'un placement

Les performances constatées historiquement varient selon la date de début du placement sur les marchés d'actions. Si sur 20 ans et plus, la dispersion des rendements observés est plus faible, elle reste relativement importante. Il convient de garder à l'esprit également qu'une différence, même faible de rendement, se traduit avec le temps par des différences importantes de montants exprimés en euros.

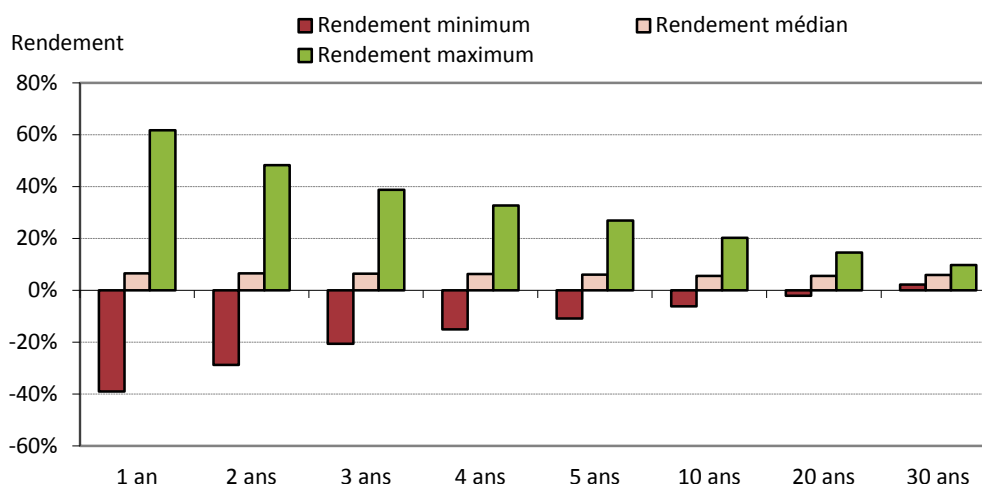
L'investissement programmé s'avère un moyen efficace pour réduire le risque de démarrer « au mauvais moment » son placement diversifié en actions. Les investissements réguliers lissent les fluctuations d'un placement en actions, contribuant ainsi à réduire l'amplitude des rendements constatés²⁹.

Le temps réduit le risque mais ne l'annule pas complètement

Le constat, généralement admis, est que la dispersion des rendements est relativement faible sur le long terme.

Le graphique suivant, publié dans une infographie pédagogique de l'Institut d'éducation financière du public (IEFP), en partenariat avec l'AMF, permet de visualiser le rétrécissement de la fourchette des rendements annuels réels (déflatés de l'inflation) constatés, pour la Bourse de Paris, de 1950 à 2015 quand la durée de placement s'allonge.

GRAPHIQUE 9 : RENDEMENTS RÉELS DES ACTIONS FRANÇAISES (CAC ALL-TRADABLE), DE 1950 À 2015



SOURCES : GLOBAL FINANCIAL DATA, CALCULS HARVEST, 2016

Depuis 1950, plus la durée du placement a été longue et moins souvent les placements en actions françaises ont été perdants. Par exemple, sur 3 ans, les rendements réels (inflation déduite) ont été compris entre -20 % et +39 % par an et, sur 20 ans, entre -2 % et +15 % par an.

Cependant, sur une durée de 20 ans, la valeur des actions françaises a connu au moins une baisse de 2 % par an. C'est seulement sur une période d'observation de 25 ans que les rendements réels constatés pour les actions françaises ont toujours été positifs.

²⁹ Lire à ce sujet les simulations faites par l'AFG (Association française de la gestion financière) dans son « Livre blanc sur l'épargne retraite » ; annexe 3, décembre 2016.

Les constats sur les performances des placements en actions, basés sur l'observation du passé, donnent des indications sur la durée du placement nécessaire pour réduire sensiblement le risque des placements en actions. Mais le passé ne préjuge pas de l'évolution future des marchés financiers et ce constat ne permet pas de conclure que le risque d'un placement en actions peut être annulé, même s'il est statistiquement considérablement réduit sur une durée très longue.

On voit la difficulté de fournir aux épargnants une information compréhensible et non trompeuse sur les rendements passés des actions. Dire que les actions offrent de bonnes perspectives de rendement sur le long terme, sans pour autant cacher leur risque, est un exercice délicat.

Pour être crédible et utile, le discours pédagogique doit être solide et prudent :

- Dans un environnement économique en croissance et dans un cadre financier relativement stable, la valeur d'un placement diversifié en actions fluctue mais finit, le plus souvent et à la longue (20 ans et plus), par procurer des rendements supérieurs à ceux des autres placements ;
- Même avec le temps, le risque de perte n'est pas nul. C'est pourquoi, pour limiter ce risque, il est raisonnable de :
 - ne pas placer l'intégralité de son épargne de long terme en actions ;
 - de diversifier la part investie en actions au niveau international ;
 - d'effectuer des investissements réguliers de façon à diminuer le risque d'effectuer un investissement juste avant une baisse importante du marché.

3.2. PERSUADER : IMPLIQUER ET MOTIVER LES ÉPARGNANTS À CHANGER LEURS ATTITUDES

Penser que l'on peut convaincre les épargnants de l'intérêt de diversifier leurs avoirs placés à long terme en actions sur la base d'une information objective et rationnelle, mais aussi tout en nuance, est sans doute illusoire. Cette information, théorique, peut être perçue comme suspecte, voire manipulatrice, tant elle va à l'encontre des idées reçues bien ancrées.

Pour aller au-delà de cet obstacle, il est nécessaire de parler concrètement des différentes solutions offertes et aussi et surtout de rassurer en s'appuyant sur des témoignages.

3.2.1. Valoriser l'opportunité du placement en actions

Le principe d'une comparaison des rendements moyens entre les différents produits d'épargne apparaît être un bon outil de persuasion, capable de lever beaucoup d'*a priori*. Il convient pour cela que les arguments avancés sur le rendement soient solides (notamment la période d'observation qui doit être suffisamment longue).

Il est nécessaire de rassurer quant à la volatilité des actions et d'expliquer que la lecture du rendement doit se faire sur le long terme.

Il est éclairant également de montrer le bénéfice à long terme d'un surcroît de rendement sur 20 ou 30 ans. Pour cela, il serait utile que les épargnants accèdent à des simulateurs d'épargne de long terme permettant de comparer l'impact de rendements différents (par exemple, la différence de capital acquis en euros à l'issue de la phase d'épargne).

Les simulateurs de performances futures

Les épargnants trouvent sur internet beaucoup de calculateurs pour effectuer des simulations d'épargne selon la durée choisie ou les montants investis. Mais la plupart de ces outils ne proposent aucun accompagnement, aucune « mise en situation ». L'utilisateur est libre d'indiquer le taux de rendement de son choix, et à aucun moment il n'est guidé en fonction de solutions de placement. Ces outils ne sont pas liés à la réalité des rendements possibles et raisonnables selon différents placements et niveaux de risque.

Depuis peu, de nouveaux sites (prestataires de services d'investissement, conseillers en investissement financiers, sociétés de gestion...) proposent des simulations de placements diversifiés en actions et en obligations. Ces simulateurs de performances futures permettent de visualiser l'ensemble des résultats possibles dans une certaine fourchette de probabilités, elle-même basée sur des hypothèses de rendement et de risque³⁰.

Ces simulateurs ont un intérêt indéniable sur le plan de la pédagogie du risque. L'épargnant, qui doit être bien informé sur les limites de telles simulations (les hypothèses utilisées sont des « opinions » et ne peuvent constituer une prédiction sur l'avenir), peut ainsi comprendre visuellement l'effet de la diversification et de l'allongement de la durée du placement sur le risque qu'il prend.

Ces simulateurs doivent rester, sans ambiguïté aucune, dans le champ de la pédagogie pour jouer un rôle bénéfique.

3.2.2. Développer la capacité des épargnants de se sentir concernés

L'épargne de long terme en actions est pour beaucoup une réalité très éloignée de leurs pratiques, de leurs habitudes, de leurs modes de pensée. Il est donc important de pouvoir lever ces barrières autour d'un message d'accessibilité.

Il apparaît important de permettre aux épargnants de s'identifier, c'est-à-dire de reconnaître leur situation et leur besoin d'épargne. Les témoignages d'autres épargnants de long terme parlant de leurs placements, frileux au départ, et ayant franchi le pas des produits en actions, parlant de leurs succès mais aussi de leurs craintes et de leurs échecs, contribueront à crédibiliser et à rassurer sur l'épargne de long terme en actions.

Distinguer l'actionnaire individuel de l'épargnant de long terme

La préconisation d'une diversification en actions est destinée à un épargnant ayant déjà constitué une épargne de précaution et disposant d'un horizon de placement lointain (la retraite). Cet épargnant recherche l'effet « boule neige » d'une épargne cumulée progressivement et dont il escompte un rendement supérieur à ceux des placements sans risque. Disposant de peu de temps et de connaissances, il épargnera régulièrement au travers de solutions juridiques et fiscales donnant accès à des placements collectifs très diversifiés.

Le discours sur le bénéfice de cette diversification sur le long terme s'adresse moins à l'investisseur direct en actions qui dispose *a priori*, du temps, des connaissances et du goût pour constituer et gérer lui-même un portefeuille de titres. Son horizon est plus court : il cherche à obtenir de bonnes performances titre par titre dans un délai relativement court (quelques mois ou quelques années). Il dispose d'un capital à investir à côté de ses autres placements et n'investit pas au moyen de formules d'épargne programmées.

La pédagogie doit donc distinguer l'actionnaire individuel de l'épargnant de long terme en situation de diversifier son épargne en actions.

30 L'AMF a publié une [recommandation](#) sur les simulations performances proposées aux investisseurs. Elle a identifié quelques hypothèses trop optimistes et les risques d'une information trompeuse sur le caractère aléatoire des simulations effectuées.

3.2.3. Valoriser la dimension socialement utile des actions

Pour beaucoup, les actions ne sont pas associées à la vie économique réelle des entreprises et de l'emploi. Certains attribuent aux marchés boursiers un impact négatif sur l'économie.

Et pourtant, la possibilité de soutenir financièrement les entreprises via cette épargne constitue un argument capable d'impliquer l'épargnant dans la gestion de son placement et donc de lui donner le sentiment de le maîtriser. Mieux valoriser cet argument permettrait de véhiculer plus de transparence dans l'univers boursier et de conférer plus de sens à la pratique de l'épargne de long terme. Il offre un potentiel de séduction intéressant, pour enclencher une prise de conscience et éveiller un « appétit » d'épargne de long terme.

3.2.4. Inciter les entreprises : l'épargne salariale

L'épargne salariale, relativement bien investie en actions, pourrait constituer un vecteur puissant de l'épargne de long terme.

Les plans d'épargne pour la retraite collectifs (Perco), à côté des plans (PEE) dont les fonds sont disponibles au bout de 5 ans, constituent un véhicule adapté pour une épargne de long terme en actions.

Mais la diffusion et les encours de cette épargne (l'encours des Perco est de 14 milliards d'euros à fin 2016³¹) restent encore limités, loin de l'enjeu de la préparation financière de la retraite. En outre, les fonds investis le sont de manière trop importante sur des fonds monétaires, hors fonds d'actionnariat salarié investis en actions de l'employeur, ce qui est peu cohérent avec l'objectif de long terme des Perco.

Les fonds d'actionnariat salarié, qui constituent une catégorie de placement particulière au sein de l'épargne salariale, contribuent à diffuser une culture de l'investissement en actions.

Un sondage récent³² confirme que du point de vue des épargnants salariés, l'entreprise est un acteur essentiel pour préparer la retraite. Ils sont 74 % à estimer que l'entreprise est dans son rôle en proposant ces dispositifs, 68 % pensent qu'il devrait être obligatoire pour une entreprise de proposer un dispositif retraite et 70 % estiment également que c'est un réel avantage de travailler dans une entreprise proposant un Perco (intéressant surtout si l'entreprise y abonde).

3.3. LE LEVIER DE LA PRÉPARATION FINANCIÈRE DE LA RETRAITE

Les entretiens menés auprès des épargnants ont confirmé que l'épargne retraite constitue un angle d'attaque approprié pour parler de l'épargne de long terme en actions au grand public.

Cette préoccupation se traduit de différentes façons :

- les personnes les moins aisées, « les fragiles », se sentent vulnérables et inquiètes ;
- celles qui ne se projettent pas dans l'avenir, « *carpe diem* », se sentent trop jeunes pour s'y intéresser ;
- les « gestionnaires » ont commencé à s'y intéresser mais ne savent pas vers quels produits se tourner et comment procéder.

Le constat est celui d'une réelle méconnaissance autour de la préparation financière de la retraite et des produits dédiés à la retraite. Globalement, les Français se déclarent insuffisamment informés à la fois sur leurs ressources et leurs besoins financiers au moment de la retraite, ainsi que sur les modes d'épargne disponibles pour compléter le financement de cette retraite.

³¹ Communiqué de l'Association française de la gestion financière (AFG), mars 2017

³² Audirep pour Amundi, enquête auprès de 14 000 personnes disposant d'un espace de gestion de leur produit retraite sur le site d'Amundi, 2016.

3.3.1. Parler positivement des solutions d'épargne retraite

Les entretiens menés auprès des épargnants suggèrent de s'appuyer sur l'argument de la préparation financière de la retraite avec prudence. En effet, si le lien entre retraite et épargne de long terme semble évident au plus grand nombre des épargnants, celui de la retraite et des produits en actions est moins naturel spontanément.

Clarifier le lien entre actions et épargne retraite

Les produits en actions ne sont pas envisagés comme une solution pour la retraite. Bien souvent, les épargnants ayant commencé à préparer financièrement leur retraite l'ont fait au travers de produits d'épargne garantis (assurance vie) et/ou d'épargne en entreprise.

Le discours sur l'épargne retraite bénéficiera du travail d'éducation financière réalisé en amont pour contrer les *a priori* et encourager une meilleure compréhension de l'épargne en actions. La clarification du lien entre épargne en actions et retraite pourra être menée dans un second temps en exposant les bénéfices de l'épargne en actions pour ce projet en particulier.

Il paraît notamment important d'expliquer la manière dont l'épargne est libérée au moment de la retraite (capital ou rente) et le principe de la rente viagère, peu connue et dont le public voit surtout l'inconvénient (dépossession du capital).

Encourager avec bienveillance, optimisme

La retraite est un sujet sensible, potentiellement angoissant, à présenter avec empathie, bienveillance et soutien. Il ressort des entretiens menés auprès des épargnants qu'il sera plus efficace d'employer un ton optimiste et encourageant (« les solutions existent »), d'interpeller sans alarmer (les individus sont déjà préoccupés) et d'inciter à l'effort d'épargne sans décourager (des sommes plus accessibles, plus adaptées à la situation et à la capacité de chacun).

La difficulté est de pouvoir relier l'épargne en actions au sujet préoccupant de la retraite. Dans un contexte de défiance et de suspicion envers les placements en actions, il est nécessaire d'apporter du concret, des preuves tangibles, des cas vécus et des retours d'expérience pour renforcer l'adhésion et la confiance dans le discours.

Il s'agit de proscrire tout discours culpabilisateur et moralisateur pour au contraire encourager et accompagner. Le ton doit être informatif. Les arguments financiers et/ou techniques ne doivent pas être surexposés au risque d'apparaître comme des arguments commerciaux mal acceptés.

Pour rassurer encore plus, il sera important de montrer que cet effort d'épargne est souple : il peut se mettre en place de manière indolore (« à hauteur de vos moyens »), en complémentarité des autres placements mis en place, sans déstabiliser l'équilibre du budget. L'idée d'augmenter son épargne quand les revenus augmentent a été appréciée par les épargnants interrogés. La flexibilité, l'adaptabilité de l'épargne et la progressivité de la constitution de cette épargne (effort d'épargne en douceur) rendent l'épargne retraite moins contraignante et plus facilement atteignable.

Epargne de précaution et épargne de long terme

Dans l'esprit des épargnants, il n'est pas évident d'attribuer des objectifs différents à chaque placement. L'épargne, c'est de la prévoyance et une précaution. Une vraie difficulté est d'attribuer à l'épargne de long terme un seul objectif, par exemple la retraite, alors que les besoins des épargnants sont confus et divers (les études des enfants, la retraite, le risque de dépendance...). Pour lever un point de blocage, il apparaît contre-productif d'attribuer à l'épargne retraite une finalité unique, sans possibilité de retour. L'épargne retraite n'est pas toujours une épargne bloquée et pour l'utilisation du capital constitué, toutes les options seront disponibles, au rythme des changements de priorité. L'épargne de long terme doit être promue comme une solution souple pour l'avenir.

Cibler différents profils

Le message doit être différencié en fonction de la situation des personnes :

- les personnes les moins aisées doivent être rassurées sur la façon de mettre en place une épargne retraite cohérente avec leurs moyens financiers ; cependant, ces catégories ne peuvent pas constituer une cible pour l'épargne en actions ;
- les « *carpe diem* » doivent être convaincus de l'intérêt de préparer tôt leur retraite ;
- les « gestionnaires » - et dans une moindre mesure les « joueurs » - ont besoin d'outils et de pédagogie pour mettre en œuvre cette épargne avec un horizon long.

Prendre en compte l'inertie des épargnants

Face à trop de choix, les individus sont inactifs, sachant qu'ils ont structurellement une préférence pour le statu quo et une aversion au choix. Selon certaines observations³³, le taux de participation à un plan d'épargne retraite augmente considérablement lorsque la décision d'adhérer est l'option par défaut.

Une expérience en Suède en 2000 suggère également, dans le cadre d'un choix obligatoire de mode de gestion pour l'épargne retraite, que proposer une option par défaut permet d'orienter le choix d'un consommateur passif.

3.3.2. Mieux démontrer les bénéfices de la diversification en actions

Valoriser le bénéfice du rendement pour l'épargnant

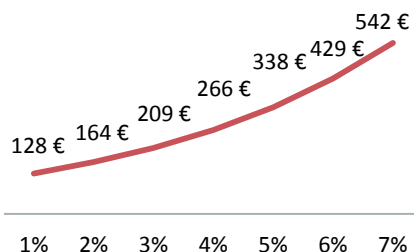
Interrogés sur ce qu'ils feraient d'une somme de 1 000 euros lorsqu'on leur montre les rendements des actions et des liquidités entre 2005 et 2015, seuls 23 % répondent qu'ils investiraient entièrement ou presque entièrement en actions ou en parts de capital. Près de 50 % d'entre eux répondent qu'ils investiraient entièrement ou presque entièrement en liquidités³⁴.

L'économie comportementale explique que les individus n'acceptent les paris que si la possibilité de gains est très nettement supérieure à la somme mise. La possibilité de perte, même minime, est surestimée.

La promesse de rendement de l'épargne en actions est insuffisante. La combinaison d'un horizon long et d'un rendement plus élevé n'est pas perçue par les épargnants, majoritairement peu à l'aise avec les chiffres. Le bénéfice de la diversification en actions, sans être garanti, est pourtant visible lorsque l'horizon du placement est très long (la vie active).

Le graphique ci-dessous montre que sur une durée de 25 ans un versement de 100 euros par mois rémunéré à 1 % par an (un placement sans risque) permet d'obtenir un revenu complémentaire de 128 euros par mois pendant 25 ans. Avec un rendement de 4 % par an (un placement diversifié en actions), le revenu complémentaire sera de 266 euros (plus de 2 fois supérieur).

GRAPHIQUE 10 : MONTANTS EN EUROS DU REVENU COMPLÉMENTAIRE SUR 25 ANS, POUR UN EFFORT D'ÉPARGNE DE 100 EUROS PAR MOIS PENDANT 25 ANS, SELON LE RENDEMENT DE L'ÉPARGNE³⁵



SOURCE : CALCULS AMF

³³ Etudes citées dans le rapport du Conseil d'Analyse Economique « Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers », Garnier et Thesmar, mai 2009.

³⁴ Global Investor Pulse, BlackRock, 1 000 français de 25 à 74 ans interrogés en 2016.

³⁵ L'hypothèse faite ici est que le capital acquis au moment de la retraite sera entièrement consommé en 25 ans.

Le manque à gagner de l'épargnant prudent

Un épargnant plaçant son épargne retraite sans prendre de risque pourrait bénéficier d'un rendement réel de 1 % par an, hypothèse qui pourrait être considérée comme optimiste, dans la mesure où le maintien du pouvoir d'achat de l'épargne ne peut pas être garanti. Au bout de 25 ans, son capital serait augmenté de 28 %.

Un investisseur diversifiant en actions pourrait, quant à lui bénéficier, mais sans certitude, d'un rendement de 4 % et d'un capital final augmenté de 167 %.

Mettre en évidence le coût de la non diversification en actions

La perte de richesse des retraités et futurs retraités français, due aux réticences à l'investissement en actions, est sous-estimée. Le constat effectué dans un rapport du Conseil d'analyse économique en 2009³⁶ est-il toujours d'actualité ? : « Les ménages français ne se sont pas plus enrichis que les ménages américains au cours de la période 1995-2008, en dépit d'un effort d'épargne financière beaucoup plus important. » La raison est la moindre part des placements en actions dans leur patrimoine.

Si la non-diversification est un « manque à gagner », elle est aussi synonyme, au niveau individuel, d'un risque supplémentaire.

Le risque de l'immobilier

Le logement et les terrains représentent les deux tiers du patrimoine des Français, qui sont ainsi exposés au risque d'une éventuelle baisse des marchés immobiliers. Certains placements collectifs dans l'immobilier locatif (SCPI, OPCI), qui attirent de plus en plus d'épargnants, pourraient voir leur valeur baisser en cas de dégradation du marché de la location immobilière.

Les épargnants dont l'essentiel du patrimoine est composé d'immobilier réduiraient ce risque en ne concentrant pas leur effort d'épargne retraite sur l'immobilier, mais en diversifiant leurs investissements vers les marchés d'actions.

Le risque de perte de pouvoir d'achat de l'épargne retraite

L'épargne liquide et garantie n'est pas sans risque car elle ne garantit pas de maintenir le pouvoir d'achat de l'épargne, le niveau de l'inflation étant difficilement prévisible sur longue période. Les observations sur les 150 dernières années montrent que les placements en actions ont constitué l'actif financier le plus apte à maintenir le pouvoir d'achat de l'épargne placée à long terme³⁷.

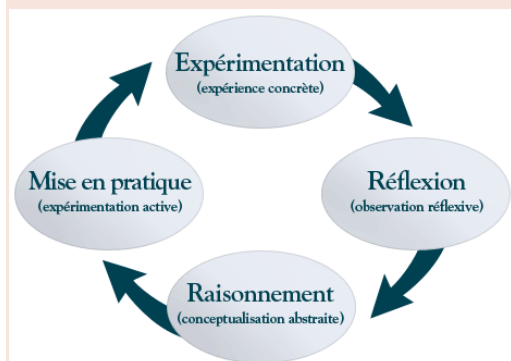
³⁶ « Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers. Réflexions sur l'épargne financière des ménages français », Garnier et Thesmar, mai 2009.

³⁷ En France, la fréquence des rendements réels négatifs a été inférieure à 10 % sur une durée de placement de 25 ans (elle est de près de 50 % pour les placements en obligations). Aux-États-Unis, pays qui n'a pas connu de périodes de forte inflation, la fréquence de rendement réel négatif est nulle pour les actions sur des durées de 20 ans et plus. « Les placements de l'épargne de long terme », J.-F. de Laulanié, *Economica*, 2016.

Changer les comportements en expérimentant l'investissement

L'information et la pédagogie sont loin de suffire pour changer des attitudes et des opinions fortement ancrées. Le discours pédagogique de l'investissement en actions reste théorique, abstrait. La confrontation à la réalité, et parfois l'expérimentation de l'échec, sont indispensables pour acquérir une vraie maîtrise.

Kolb et Fry ont représenté le cycle d'apprentissage de l'adulte selon le schéma suivant :



Il s'agit du cycle de l'apprentissage expérientiel. Les 4 étapes doivent avoir été traversées pour que l'apprentissage soit effectif.

Quels nouveaux lieux d'expérimentation ou d'expérience proposer à l'épargnant français ? Les épargnants expriment un besoin d'accompagnement. Ne faudrait-il pas créer des « clubs d'épargne retraite », à l'instar des clubs d'investissement pour l'actionariat individuel, lieux de partage de l'information et d'expérience ? Quelles nouvelles formules créer ? Quels partenaires impliquer ?

Si les informations ne suffisent pas à changer les comportements, l'usage d'un simulateur d'épargne retraite peut aider à comprendre plus concrètement l'effet positif de la diversification en actions sur le rendement et le risque.

3.3.3. Améliorer les outils de simulation de l'épargne retraite

De nombreux Français sont inquiets quant aux revenus dont ils disposeront durant leur retraite. Interrogés sur ce sujet, ils anticipent un manque de ressources financières à la retraite, à hauteur d'environ 20 % de leurs derniers revenus³⁸.

Plus de la moitié ne se sentent pas assez informés et n'ont pas une vision claire du marché et des produits d'épargne-retraite³⁹.

La proportion de personnes ayant déjà effectué des simulations de retraite est faible : 82 % de ceux qui disposent d'un dispositif d'épargne salariale répondent n'avoir jamais réalisé de simulations⁴⁰.

L'enjeu est d'importance car l'exercice de la simulation semble parvenir à enclencher une prise de conscience.

Les simulateurs proposés sur internet par les établissements financiers promoteurs de solutions d'épargne retraite recherchent cette prise de conscience en délivrant une idée réaliste de la baisse de revenus au moment de partir à la retraite (un taux de remplacement qui peut descendre, pour les cadres disposant de revenus élevés, à 50 % du dernier revenu). Ils proposent dans la foulée de simuler un effort d'épargne permettant de réduire cet écart.

³⁸ Harris Interactive pour Deloitte, « Les Français et la préparation de la retraite », 2016. Les Français estiment avoir besoin financièrement de 76 % de leurs derniers revenus à la retraite alors que le taux de remplacement estimé est de l'ordre de 55 %.

³⁹ « Les Français et la préparation de la retraite », Deloitte, 2016.

⁴⁰ Audirep pour Amundi, « La retraite, êtes-vous prêt ? », septembre 2016.

Les simulateurs d'épargne retraite, entre prise de conscience et découragement

Les entretiens menés auprès des épargnants (un simulateur a été testé) ont permis de mieux comprendre certaines difficultés rencontrées par les utilisateurs des simulateurs d'épargne retraite.

Les épargnants manifestent, dans un premier temps, une bonne surprise à l'égard d'un montant de pension de retraite calculé qui apparaît plus élevé que projeté initialement. Mais une fois révélé le taux de remplacement, les réactions se tempèrent et les individus commencent à comprendre la perte de revenu prévisible.

L'annonce du montant d'effort d'épargne mensuel nécessaire pour réduire la baisse de revenus, suscite le plus souvent un certain affolement, en particulier auprès des profils vulnérables et des « *carpe diem* » : la prise de conscience d'un effort leur semble constituer un sacrifice incompatible avec leur situation de vie actuelle.

Auprès des « gestionnaires » ou des « joueurs », le montant à épargner paraît trop élevé car il ne tient pas compte de l'ensemble de l'effort d'épargne, et/ou de l'investissement immobilier, déjà réalisé.

Ainsi, l'usage des simulateurs de retraite parvient à sensibiliser les épargnants, mais semble en décourager une bonne partie. Il peut même alarmer des individus déjà préoccupés.

Améliorer l'impact des simulations de retraite

Pédagogiquement, la présentation finale du taux de remplacement et de la perte de revenu (en euros) à la retraite semble brutale, voire décourageante. Pour améliorer l'incitation à l'effort d'épargne, il semble souhaitable d'en faire évoluer la présentation.

Il serait possible notamment de rendre les montants en jeu plus accessibles (moins décourageants) et plus adaptés à la situation et à la capacité des épargnants.

Atténuer l'effort d'épargne nécessaire

L'effort d'épargne affiché, nécessaire pour maintenir son revenu à la retraite, se base sur un objectif de remplacement de 100 % du dernier revenu.

Or, pour le calcul du taux de remplacement, il serait souhaitable de prendre en compte le revenu réel de l'épargnant en déduisant ce même effort d'épargne de son dernier salaire. Cet effort régulier serait considéré comme une épargne forcée non disponible, le taux de remplacement se calculant sur la base du revenu net de cet effort.

A la fin de la phase d'épargne, le pouvoir d'achat est moindre et le taux de remplacement affiché est plus élevé.

De plus, le but à atteindre affiché par défaut ne devrait pas être de conserver un taux de remplacement du dernier revenu de 100 %. Différentes enquêtes⁴¹ suggèrent qu'une majorité de Français ne vise pas le maintien intégral de leur pouvoir d'achat et qu'un taux de 75 % pourrait suffire à beaucoup d'entre eux, notamment ceux qui sont propriétaires de leur logement.

Par exemple, dans l'hypothèse d'une personne de 45 ans disposant un revenu de 2 500 euros par mois (3 200 estimés en fin de carrière) aboutit à 2 200 euros de pension (taux de remplacement avant épargne de 68 %), un simulateur contraint par l'objectif de 100 % affiche un effort d'épargne nécessaire supérieur à 1 000 euros par mois. S'il prenait en compte un objectif de taux de remplacement de 75 %, l'effort d'épargne requis serait inférieur à 300 euros par mois.

Exprimer l'effort d'épargne en pourcentage du revenu

Pour ancrer le simulateur dans la réalité, il serait utile d'exprimer l'effort d'épargne en proportion du revenu (5 % par exemple) et non en euros. La somme placée augmenterait progressivement avec le salaire, une façon implicite également de limiter l'effet de l'inflation sur le pouvoir d'achat à la retraite.

⁴¹ Notamment l'étude d'Amundi, « La retraite, êtes-vous prêt ? », auprès des personnes disposant d'un produit d'épargne retraite, septembre 2016.

Inciter à la diversification en actions au travers de simulations

Les simulateurs d'épargne retraite, simples d'utilisation, donnent peu d'informations sur les rendements, le risque ou les produits disponibles.

Il serait possible de créer un simulateur à visée exclusivement pédagogique.

Rendre un simulateur plus didactique, notamment en fournissant une information pédagogique sur le potentiel de rendement des placements en actions, éclairerait l'utilisateur sur la pertinence de ses simulations.

Il pourrait ainsi permettre de choisir parmi plusieurs portefeuilles plus ou moins investis en actions. Cette partie du simulateur pourrait reposer sur la présentation des rendements que des portefeuilles fictifs plus ou moins diversifiés ont procuré historiquement (par exemple 20 années) sur la base d'une période d'observation très longue (par exemple depuis 1950). La possibilité de choisir parmi plusieurs orientations d'investissement permettrait de montrer plus concrètement le bénéfice d'un surcroît de rendement sur l'effort d'épargne nécessaire.

Cette pédagogie devrait s'accompagner d'indicateurs sur le niveau de risque des placements possibles et d'explications sur les risques encourus en fonction de l'horizon d'investissement, notamment en estimant, à titre indicatif, la probabilité de pertes « extrêmes ».

Un tel simulateur pourrait également permettre de prendre en compte l'inflation de façon à prévenir les épargnants de ses effets sur le pouvoir d'achat de l'épargne constituée sur le long terme.

L'objectif est de restaurer, chiffres à l'appui, la confiance des investisseurs dans une croissance globale de la bourse à long terme.

CONCLUSION

Les épargnants français continuent de se détourner des placements en actions. Les raisons sont nombreuses : faible tolérance au risque, faible niveau d'éducation financière des épargnants, faible capacité à bien s'informer, pessimisme ...

Les freins psychologiques sont puissants : le placement de long terme en actions pâtit de beaucoup d'idées reçues qu'il sera difficile de faire évoluer.

L'enjeu est important : c'est celui du financement des entreprises mais c'est aussi et surtout celui de la capacité des Français à faire face à la baisse de leurs revenus au moment de la retraite, que ce soit sous forme de compléments de revenus ou d'un capital utile pour faire face aux imprévus.

L'AMF souhaite **aider les épargnants à gagner en confiance et autonomie en matière de décisions d'épargne**. Elle est **soucieuse de la pertinence de l'allocation de leur épargne** compte tenu des enjeux auxquels ils devront faire face. Pour des horizons de long terme, les placements en actions constituent la solution de diversification adéquate.

La pédagogie du risque est cruciale : un épargnant sera d'autant plus enclin à diversifier son épargne retraite en actions qu'il sera convaincu du potentiel de rendement des actions et comprendra bien la nature de leur risque. Mais cette seule pédagogie du risque est loin de suffire.

C'est la raison pour laquelle la proposition de solutions concrètes est tout aussi importante, que ce soit par les différents acteurs de la place financière ou par les autorités publiques.

Du côté de l'offre de solutions, la théorie financière et les calculs de probabilité sont des guides utiles pour définir des offres qui concilient la sécurité à long terme et un meilleur potentiel de rendement.

La grande majorité des épargnants, n'ayant ni le temps, ni les compétences, de gérer eux-mêmes leurs placements, s'appuieront sur les professionnels de la gestion collective pour le faire. C'est en pratique la solution pour accéder à une bonne diversification de leur épargne. Après ces années de défiance vis-à-vis de la finance, l'épargnant a besoin de connaître les visages et les noms des professionnels qui seront des relais de confiance. Il a aussi besoin de comprendre ce qui fait leur compétence et pourquoi il aurait raison de leur confier son avenir financier plutôt que de le gérer lui-même. Les associations professionnelles ont certainement un rôle à jouer pour faciliter cette incarnation.

L'enjeu est aussi, du côté de la commercialisation, dans l'esprit des conseillers et des clients, de passer de la vente de produits à une démarche de services.

Un cercle vertueux doit s'enclencher : les conseillers ne doivent pas s'interdire de proposer des placements en actions, par crainte du régulateur, et les clients doivent comprendre que les questions posées par leur conseiller visent à prendre en compte leur propre intérêt en évaluant leur besoin et leur capacité à prendre des risques. C'est toute la logique des réformes des directives européennes.

Par ailleurs, la Commission européenne a lancé une réflexion sur un produit de retraite paneuropéen pour lequel elle devrait faire une proposition prochainement, une manière de se positionner positivement pour l'amélioration de la vie de nos concitoyens européens. L'AMF suit ces travaux de près.

Nous le constatons, une démarche pédagogique est à mener en profondeur pour ancrer des réflexes d'investisseur de long terme et conduire les épargnants à mieux diversifier leur épargne, à ajuster leur allocation d'actifs aux horizons d'investissement longs, sans balayer trop rapidement d'un revers de main l'investissement de long terme en actions. Une bonne préparation de leur avenir financier est en jeu.

L'AMF y contribuera dans le cadre de la stratégie nationale d'éducation financière et en cohérence avec sa mission générale de protection de l'épargne.

Achévé le 30 juin 2017. Rédacteur : Olivier Eon.

Cette étude a été coordonnée par la Direction des relations avec les épargnants de l'Autorité des marchés financiers. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties.

Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou en partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.