
DOSSIER :
ÉPARGNE ET PATRIMOINE
DES MÉNAGES

ÉPARGNE ET PATRIMOINE DES MÉNAGES : DONNÉES MACROÉCONOMIQUES ET DONNÉES D'ENQUÊTES

Analyser l'accumulation patrimoniale des ménages offre un intérêt à plusieurs titres. Au niveau macroéconomique, l'épargne influe sur l'activité économique courante et, en alimentant l'investissement, détermine la capacité productive et donc l'activité future. Au niveau microéconomique, l'épargne et le patrimoine remplissent plusieurs fonctions. Ils constituent d'abord un instrument de lissage intertemporel des ressources, à la fois dans une perspective longue de préparation de la retraite (motif de cycle de vie) et dans une perspective plus immédiate d'assurance contre les chocs de revenu à court-terme (motif de précaution). Les perspectives existantes en matière de retraites et les épisodes de chômage donnent une importance particulière à ces deux motifs d'épargne. Mais ces comportements restent aussi déterminés par d'autres considérations : valeur d'usage dans le cas du patrimoine logement, objectifs de transmission intergénérationnelle, etc. Parallèlement, il faut également prendre en considération les comportements d'endettement, notamment dans la première moitié du cycle de vie.

Ces questions appellent un double éclairage. L'éclairage macro-économique apporté par la comptabilité nationale donne les grandes masses et leurs évolutions globales. Un éclairage plus microéconomique, à base d'enquêtes auprès des ménages, permet d'affiner la description des comportements et de voir en quoi ces évolutions globales résultent de motifs et de stratégies différenciés par âge, génération ou catégorie sociale.

Ce dossier rassemble des éléments relevant de ces deux approches. Il propose d'abord un point global sur le niveau et la structure du patrimoine des ménages, tels qu'ils ressortent des comptes de patrimoine de la comptabilité nationale. Le patrimoine total des ménages français est actuellement de 8 000 milliards, ce qui représente plus de sept années de revenus. En flux, il résulte d'un taux d'épargne relativement stable depuis une dizaine d'années, autour de 15 % du revenu des ménages. Le poids de l'immobilier reste prédominant dans le patrimoine global.

Ce panorama est complété par la présentation d'un certain nombre de constats microéconomiques fondés sur les enquêtes budget des familles et patrimoine, avec un éclairage particulier sur la différenciation des comportements selon l'âge. Ces constats portant à la fois sur les revenus, la consommation, le patrimoine global et sa composition sont ensuite confrontés aux prédictions usuelles des principaux modèles théoriques d'épargne.

Les données d'enquête mettent bien en évidence un comportement d'épargne différencié selon l'âge. Le taux d'épargne des ménages des plus jeunes, qui coïncide avec l'accession à la propriété, est relativement élevé. Par la suite, le taux d'épargne se relâche quelque peu. Il augmente à nouveau à l'approche de la retraite, avant une phase de désaccumulation au-delà de 60 ans. Le patrimoine des ménages est très majoritairement constitué de leur logement. Le patrimoine financier est peu diversifié et peu risqué mais la détention de valeurs mobilières augmente avec le revenu.

Avec 8 000 milliards les ménages détiennent les 4/5^{ème} du patrimoine national

Les ménages résidents en France (y compris les entrepreneurs individuels) disposent d'un patrimoine de 8 067 milliards fin 2005 (tableau 1), soit 75 % du patrimoine total de la nation. Ils sont propriétaires directs de plus de 80 % des logements, mais de moins de 10 % des autres bâtiments et ouvrages de génie-civil ou des machines et équipements. Au cours des dix dernières années, le patrimoine des ménages a augmenté au rythme de + 10 % par an alors que le produit intérieur brut ne progressait que de + 3,7 % en valeur. Il représente désormais plus de sept années de revenu disponible brut, contre moins de cinq années sur la période 1995-1997. Depuis 1998, la hausse des prix de l'immobilier est le principal vecteur d'accroissement du patrimoine.

Tableau 1
Le patrimoine des ménages dans le patrimoine national (en milliards et en %)

	Ensemble de l'économie			dont, ménages			part des ménages (%)		
	1995	2000	2005	1995	2000	2005	1995	2000	2005
Actifs non financiers (ANF), dont :	4 674,0	5 956,9	10 580,9	2 323,0	3 020,9	5 906,0	49,7	50,7	55,8
logements	1 822,4	2 209,0	3 037,8	1 482,8	1 804,7	2 500,6	81,4	81,7	82,3
Autres bâtiments et génie civil	1 080,2	1 215,4	1 591,0	108,0	115,8	157,7	10,0	9,5	9,9
Machines et équipements	396,0	467,8	534,6	36,3	40,6	42,7	9,2	8,7	8,0
Terrains	881,6	1 457,9	4 666,9	570,7	918,8	3 047,0	64,7	63,0	65,3
Actifs financiers (AF), dont :	7 375,5	12 706,1	16 457,4	1 646,6	2 480,0	3 103,8	22,3	19,5	18,9
Numéraire et dépôts	1 916,8	2 455,0	3 207,5	685,5	824,4	980,3	35,8	33,6	30,6
Titres hors actions	1 121,6	1 733,1	2 530,4	94,7	70,8	43,8	8,4	4,1	1,7
Crédits	1 472,9	1 813,3	2 389,8	28,7	22,7	32,6	1,9	1,3	1,4
Actions et titres d'OPCVM	1 657,8	4 830,2	5 895,2	394,4	725,3	855,4	23,8	15,0	14,5
Provisions techniques d'assurance	411,5	766,5	1 105,5	399,6	751,6	1 088,0	97,1	98,1	98,4
Ensemble des actifs (A) = (ANF)+(AF)	12 049,5	18 663,0	27 038,3	3 969,6	5 500,9	9 009,8	32,9	29,5	33,3
Passifs financiers (PF), dont :	7 291,2	12 567,6	16 277,6	491,9	672,0	943,1	6,7	5,3	5,8
Numéraire et dépôts	1 876,9	2 589,7	3 452,9	///	///	///	///	///	///
Titres hors actions	1 233,8	1 698,2	2 577,6	0,0	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0
Crédits	1 408,4	1 734,5	2 257,2	424,0	520,6	742,4	30,1	30,0	32,9
Actions et titres d'OPCVM	1 589,2	4 710,0	5 595,8	///	///	///	///	///	///
Provisions techniques d'assurance	413,2	768,1	1 107,7	///	///	///	///	///	///
Patrimoine financier net (AF-PF)	84,3	138,6	179,9	1 154,6	1 808,1	2 160,7	n.s.	n.s.	n.s.
Patrimoine (ou valeur nette) (A-PF)	4 758,4	6 095,4	10 760,8	3 477,7	4 828,9	8 066,7	73,1	79,2	75,0

Souces : Comptes nationaux base 2000 - Insee et Banque de France

Le patrimoine net des ménages se compose pour 73 % d'actifs non financiers, presque exclusivement de logements (31 %) et de terrains (38 %). Les ménages détiennent également un portefeuille financier auprès des sociétés d'assurance (13 % de l'ensemble des actifs), des actions et d'autres participations (11 %) et de l'épargne sous forme de numéraire et de dépôts (12 %). Ils sont par ailleurs débiteurs de 943 milliards, correspondant notamment aux crédits liés à l'acquisition de logements. Ce passif financier, inclus négativement dans le patrimoine des ménages, réduit celui-ci d'environ 12 %.

Le logement, poids lourd du patrimoine des ménages

Un patrimoine immobilier en forte hausse

Les comptes nationaux procèdent traditionnellement à une estimation du partage entre les bâtiments et le terrain sur lequel le bâtiment est réalisé. Cette distinction est rendue nécessaire pour l'analyse économique car l'acquisition de terrains ne fait pas partie de la formation brute de capital fixe, alors que la construction de bâtiments constitue une formation de capital.

Fin 2005, la valeur des logements augmentée des terrains représentait près de 70 % du patrimoine des ménages, répartie à peu près à parité entre les logements proprement dits et les terrains. La prépondérance du logement dans le patrimoine des ménages résulte d'une vague soutenue d'investissement liée à l'acquisition de logement depuis 1998. La forte hausse des prix de l'immobilier en 2004 et 2005 a conduit à accroître la part du logement dans le patrimoine des ménages au détriment de l'épargne financière¹.

Sur la période récente, hormis l'année 2002, l'investissement logement des ménages a dépassé leur épargne financière, qui oscille entre 41 % et 45 % du flux annuel de leur épargne brute totale. L'effort d'investissement en logement peut s'apprécier en comparant l'évolution de la FBCF en logement par rapport à la consommation : en valeur, la FBCF des ménages en logement a progressé au rythme annuel moyen de + 5,4 % entre 1995 et 2005, contre une croissance de 3,7 % pour la dépense de consommation. La progression de la FBCF en logement a été particulièrement soutenue au cours des deux dernières années avec un accroissement de 10,6 % en 2004 et de 7,3 % en 2005.

Fin 2005, près de 57 % des ménages sont propriétaires ou accédants alors qu'ils étaient moins de 55 % dix ans plus tôt et à peine plus de 50 % en 1982. Ce mouvement d'accès à la propriété a ralenti au cours de la période récente, en raison à la fois d'une diminution du nombre de ménages non-propriétaires (donc susceptibles de le devenir) et du renchérissement du prix de l'immobilier, plus fort que la progression des ressources des ménages primo-accédants. Ainsi, la part des ménages accédants à la propriété de leur résidence principale recule très régulièrement au cours des 10 dernières années, passant de 22,9 % en 1995, à 20,2 % en 2005.

Le capital physique connaît une érosion liée à l'usure physique et à l'obsolescence. Cet amortissement du capital est intégré dans les comptes nationaux sous le terme de consommation de capital fixe (CCF). Pour être cohérent avec la définition du revenu

1. L'épargne financière des ménages correspond à leur capacité de financement retracée dans le compte de capital. Avec leur épargne brute, les ménages peuvent financer leur Formation brute de capital fixe (essentiellement le logement et les grosses réparations). Le solde entre leur revenu disponible et la FBCF donne la capacité de financement servant à accumuler de la richesse financière.

économique d'une période, qui correspond au montant qu'il est possible de consommer sans entamer la richesse, il faut donc en principe analyser non pas le revenu disponible brut (et la FBCF), mais le revenu disponible net (et la Formation nette de capital fixe), déduction faite de la consommation de capital fixe.

La consommation de capital fixe est de l'ordre de 1 % du patrimoine non financier des ménages. Compenser l'usure et la détérioration prévisible du patrimoine des ménages nécessitent un effort de la part des ménages représentant environ 3,5 % de leur RDB depuis le milieu des années 90.

Encadré 1

Concepts de revenu et de patrimoine en comptabilité nationale : une définition nécessairement conventionnelle

Le patrimoine au sens des comptes nationaux se définit comme l'ensemble des éléments sur lesquels les unités peuvent faire valoir un titre de propriété (individuel ou collectif). Ils sont constitués de biens économiques, qui procurent des avantages économiques (contribution productive ou revenus) et peuvent être cédés.

Une partie de la richesse des ménages n'est donc pas intégrée dans leur patrimoine, ce qui n'est pas neutre quand il s'agit de mettre en rapport la consommation des ménages avec les moyens dont ils disposent.

Les principaux éléments exclus du patrimoine des ménages sont le capital humain et les droits à retraite acquis dans les systèmes généraux de sécurité sociale (*dossier « Évaluer les engagements implicites des systèmes de retraite »*).

Le capital fixe comprend l'ensemble des éléments (corporels ou incorporels) dont la consommation se répartit sur une durée supérieure à l'année. Toutefois, dans les comptes nationaux, les biens de consommation durable (comme l'automobile ou le mobilier) sont exclus du patrimoine des ménages car cela conduirait considérer les ménages propriétaires de ces biens comme producteurs d'un service (auto-consommé) lié à l'utilisation de ces biens. Cette exclusion, bien que justifiée, peut toutefois perturber l'interprétation de la consommation de ces biens dès lors que leur diffusion n'est pas arrivée à maturité. Ils sont en revanche inclus dans les actifs patrimoniaux des entreprises créant ainsi une dissymétrie dans l'enregistrement d'un même bien selon qu'il est acquis par

un ménage ou une entreprise (voire par un ménage en tant que consommateur ou un ménage en tant qu'entrepreneur individuel).

Les comptes nationaux consolident une grande partie des opérations réalisées au sein des secteurs. Ainsi, l'acquisition d'un logement par un ménage ne sera enregistrée comme FBCF des ménages que si le propriétaire précédent était une administration ou une entreprise. Ainsi, la FBCF des ménages, outre l'acquisition de capital des entrepreneurs individuels, représente essentiellement les dépenses de construction de logements neufs, le gros entretien de ces logements et les achats de logements aux entreprises (promoteurs, organismes HLM ou sociétés financières en particulier).

En matière de revenu, les plus values sont exclues, qu'elles soient latentes ou réalisées, alors que les entreprises enregistrent dans leur résultat les plus ou moins values de cessions. La symétrie d'enregistrement (un actif non financier correspond à un passif pour un autre agent) et l'homogénéité de traitement impose toutefois un mode de valorisation en « prix de marché », ce qui signifie que les actifs sont réévalués chaque année dans le compte de patrimoine. Inclure ces réévaluations dans le résultat des entreprises a été longuement discuté à l'occasion de la définition des normes comptables internationales (IASB). Dans le cas des ménages, cette imputation conduirait sans conteste à des difficultés d'interprétation du revenu et de son pouvoir d'achat.

L'articulation entre les encours d'actifs et passifs enregistrés à deux dates successives est réalisée par l'observation des flux relatifs à ces éléments de patrimoine. Ces flux sont décrits dans le compte de capital du tableau économique d'ensemble. Ainsi, entre la fin de l'année 1999 et la fin de l'année 2000, le patrimoine en logements des ménages est passé de 1 719 milliards à 1 805 milliards, soit une hausse de 86 milliards.

Celle-ci se décompose en une formation brute de capital fixe de 66 milliards, une appréciation due aux variations de prix de 39 milliards mais une dégradation liée à l'utilisation normale (CCF) de 19 milliards. On enregistre également des « autres flux » recouvrant notamment les catastrophes naturelles ou les pertes de créances en cas de faillite du débiteur.

Forte hausse de l'endettement immobilier des ménages

L'essentiel des biens immobiliers comme les actifs professionnels sont généralement acquis en recourant au crédit. Les crédits immobiliers accordés par les institutions de crédits aux ménages représentent fin 2005 un encours de 502 milliards, soit 85 % des encours de crédits à long terme enregistrés dans les comptes nationaux au passif des ménages hors entreprises individuelles. Malgré le développement des crédits à la consommation, cette proportion s'est fortement accrue à partir de 1998 suite à l'envolée des prix de l'immobilier. La croissance annuelle des encours de crédit immobilier était comprise entre 6 et 8 % entre 1999 et 2002. Elle a atteint + 9,9 % en 2003, + 13,6 % en 2004 et + 14,7 % en 2005. Ainsi, l'encours de crédits à l'habitat des ménages représentait fin 2005 45 % de leur revenu disponible brut, contre 40 % en 2004 et 31 % en 1996, au creux du cycle immobilier. Parallèlement, la durée moyenne des crédits accordés s'est allongée de 13 à 17 ans.

Un recours au crédit facilité par la baisse des taux d'intérêt

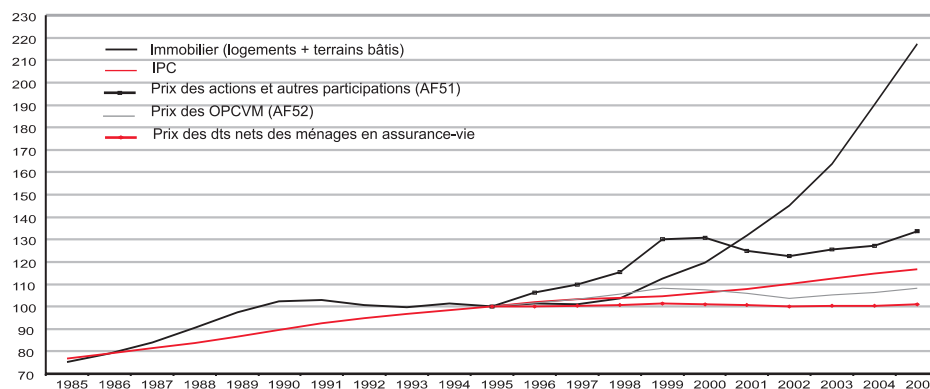
Malgré la forte progression des encours de crédits, la charge d'intérêts n'a pas augmenté d'autant : la part des intérêts (hors correction sifim) versés² par les ménages (hors entreprises individuelles) dans le revenu disponible brut a reculé tout au long des dix dernières années, passant de 3,3 % en 1995, à 2,1 % en 2004. Ce mouvement a été obtenu grâce à la baisse des taux d'intérêts et au tassement du taux de marge moyen des établissements de crédit, qui a permis de gagner de l'ordre de 0,2 point sur le taux moyen. Ce resserrement des marges des institutions de crédit a été en particulier favorisé par le développement du recours au crédit à taux variable.

Au cours des vingt dernières années, les prix de l'immobilier (logement et terrains) ont d'après les comptes nationaux progressé plus rapidement que les prix à la consommation (*graphique 1*). Dans la précédente période de renchérissement des prix relatifs de l'immobilier, entre 1985 et 1990, l'écart de croissance entre les prix de l'immobilier et de la consommation n'a pas excédé cinq points. Après un épisode de dépréciation de 1991 à 1997, la conjonction de tensions fortes sur la demande (maintien de la croissance démographique, réduction du nombre de personnes par ménages, agrandissement de la taille des logements...) et de faibles taux d'intérêts ont contribué à une forte poussée des

2. C'est-à-dire le montant versé par les ménages au titre des crédits contractés, le SIFIM (service d'intermédiation financière indirectement mesuré) représentant au sein de ces montants la marge réalisée par les institutions de crédit.

Graphique 1

Indices implicites de prix des principaux actifs des ménages (référence 100=1995)



Sources : Insee - Indice des prix à la consommation - Comptes nationaux base 2000. Prix des actions, des OPCVM et des droits en assurance vie non disponibles avant 1995.

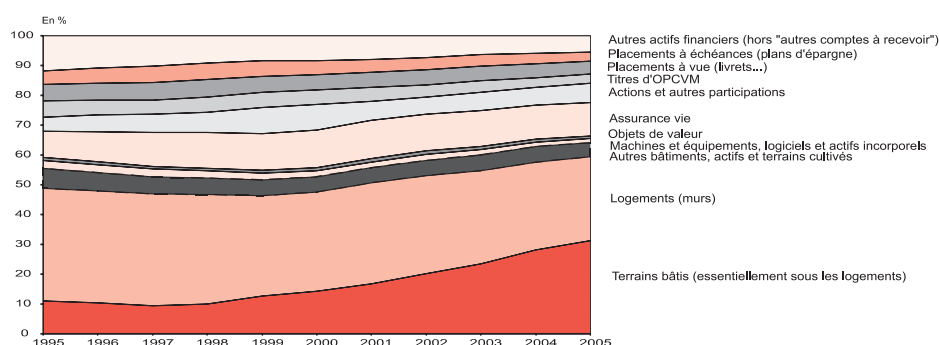
prix de l'immobilier. Depuis 2003, leur croissance dépasse de dix points celle de l'indice des prix à la consommation.

Un patrimoine financier composé d'actifs peu risqués

Une fraction importante du patrimoine des ménages correspond à la détention d'une épargne sous forme de numéraire et de dépôts. Ces numéraires et dépôts pèsent cependant de moins en moins dans l'ensemble des actifs des ménages : leur part est revenue de 17 % en 1995, à moins de 11 % en 2005 (graphique 2). Les ménages gardent pour leurs transactions courantes un quart de leurs dépôts sous la forme la plus liquide, en comptes

Graphique 2

Évolution de la structure des placements des ménages (en % de l'ensemble des actifs)



Sources : Insee, Comptes nationaux - Banque de France

Note : la structure des placements des ménages représente la répartition de la valeur des actifs financiers et non financiers détenus par les ménages (exclusion faite des autres comptes à payer correspondant essentiellement aux délais de paiement et crédits commerciaux). Ne tenant pas compte dans la valeur des placements de la charge des passifs, le poids des actifs est sous-évalué par rapport aux données relatives à la structure du patrimoine net.

courants et numéraire, qui représentent trois mois et demi de dépenses de consommation.

Hormis les comptes courants, les dépôts sont essentiellement constitués d'épargne contractuelle (PEL...) et placement à vue (livrets A, codévi...). Les ménages possèdent directement une faible part du capital physique « professionnel » (machines et équipements, bâtiments autres que logement, stocks...), mais ce patrimoine est en grande partie détenu de manière indirecte au travers des actions et autres participations, ou plus indirectement encore par le biais d'actifs financiers comme des provisions techniques d'assurance et les organismes de placement en valeurs mobilières (SICAV et fonds communs de placement).

La part des actions et autres participations dans le portefeuille des ménages est relativement restreinte. Après un maximum à 14 % en 1999, elle est revenue, dans le sillage de l'éclatement de la bulle internet, à 10 % en 2005, soit une proportion équivalente à celle observée en 1995. De fait, ces titres restent essentiellement détenus par les entreprises et donc indirectement par les actionnaires qui n'ont pas eux même d'actions figurant à leur passif. Pour tenir compte très schématiquement de cet effet de cascades de participations, on peut regarder la répartition de la détention de titres parmi les agents n'ayant pas de passif-action sur le territoire. Les ménages sont alors propriétaires d'une part légèrement décroissante depuis 10 ans qui s'établit à environ 30 % du solde (passif-actif) des sociétés françaises, augmenté des titres étrangers détenus par des résidents nationaux. Cette part s'amenuise nettement pour les administrations publiques (13 % en 2005) et augmente pour les non résidents, signe de l'internationalisation du capital des entreprises françaises. Cette présentation ne tient toutefois pas compte de la détention d'actions par sociétés financières dans leur fonction d'intermédiaire (OPCVM et sociétés d'assurance).

Si les ménages français détiennent peu d'actions et autres participations en direct dans leur patrimoine (*graphique 2*), ils délèguent la diversification de leur patrimoine financier à des intermédiaires financiers tels que les sociétés d'assurance et les OPCVM. Les ménages sont alors détenteurs de droits sur les fonds des sociétés d'assurance ou de titres d'OPCVM. Les seconds permettent une épargne plus disponible que le recours à l'assurance-vie mais bénéficient de moins d'avantages fiscaux. Au sein des provisions techniques d'assurance, c'est-à-dire la valeur des actifs mis de côté par les assureurs pour faire face à leurs obligations vis-à-vis des assurés, l'assurance-vie est intégralement détenue par les ménages. Fin 2005, elle représente 91 % de l'ensemble des provisions techniques d'assurance, soit 1000 milliards. En revanche, à la différence des entreprises, les ménages détiennent directement peu de titres d'OPCVM (21 % soit environ 280 milliards fin 2005). On peut noter que l'enregistrement en comptabilité nationale d'un actif des ménages relatif aux réserves liées à l'assurance dommage (83 milliards fin 2005) est un des exemples de dissociation de la notion de patrimoine entre l'approche microéconomique et l'approche macroéconomique. En effet, aucun ménage ne peut avoir conscience de la masse financière immobilisée pour couvrir les risques contre lesquels il se prémunit. Seuls les mutualistes reçoivent les bilans de leurs assureurs, sans probablement pour autant s'allouer une partie de la richesse qu'ils représentent.

Enfin, les ménages ne possèdent qu'une petite partie des titres (obligations, bons du Trésor...) qui sont détenus à plus de 90 % par les entreprises et principalement les sociétés financières françaises ou étrangères.

L'évaluation de la valeur du patrimoine de chaque agent, comme de la nation, nécessite bien sûr de déduire la valeur de passifs contractés pour financer en partie les actifs détenus. Comme les autres agents, les ménages sont amenés à contracter des dettes afin de financer une partie de leurs acquisitions. Ces engagements sont pris principalement à l'égard des institutions financières et plus particulièrement des banques, mais également en petite partie auprès des sociétés d'assurance. La durée de ces engagements est assez massivement supérieure à un an (95 % des 740 milliards de crédits aux ménages). Au total, les passifs des ménages représentent fin 2005 un quart de l'endettement intérieur total et environ 10 % du montant de leurs actifs.

Encadré 2

Quelques éléments de comparaison internationale

L'harmonisation des comptes nationaux est particulièrement avancée au sein des pays européens pour lesquels le SEC95 (système européen de comptes) sert de cadre de référence.

Toutefois, la transmission de comptes de patrimoine ne fait l'objet que d'une obligation partielle. Les comptes financiers, généralement produits par les banques centrales, sont fournis par secteur institutionnel (encours, transactions, réévaluations, autres changements de volume) tandis que les éléments du compte de patrimoine non financier ne sont transmis que pour les actifs fixes (actifs utilisés dans le processus de production, y compris de service de logement, dont l'amortissement est supérieur à l'année), sans distinction par secteur institutionnel, avec une répartition facultative par branche d'activité. Les flux de transactions de capital non financier sont recensés dans le compte de capital (FBCF) ainsi que la consommation de capital fixe de chaque secteur, mais les effets de valorisation, et les encours ne sont pas systématiquement disponibles. Il est donc assez difficile de reconstituer des données homogènes comparables.

L'OCDE publie malgré tout des éléments de compte de patrimoine des ménages (incluant les institutions sans but lucratif au service des ménages). La part du patrimoine financier (valeur nette financière) dans l'ensemble du patrimoine des ménages est proche pour la France, l'Italie et l'Allemagne, en moyenne entre 30 % et 35 % durant les années 90. En revanche, au Royaume-Uni, sur la même période, cette part se rapproche de la moitié et elle atteint les 60 %

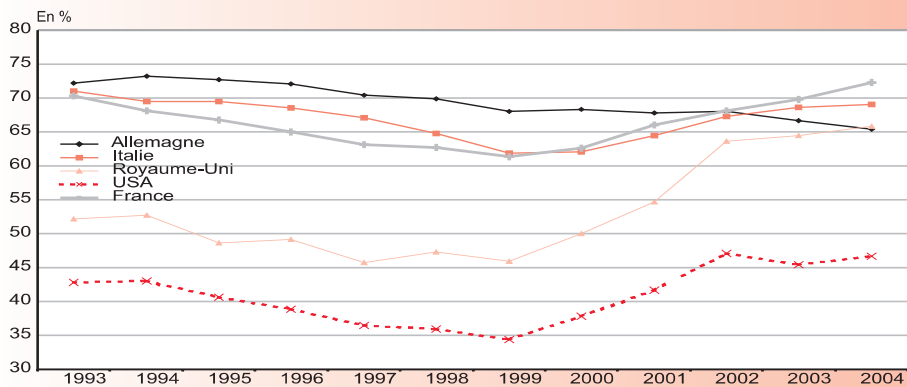
aux USA. Ces écarts s'expliquent notamment par des systèmes de retraites différents. Ainsi, en France et en Allemagne, la part de l'assurance-vie et des fonds de pension dans l'ensemble des actifs financiers des ménages est de l'ordre du quart des actifs financiers des ménages tandis qu'elle atteint la moitié au Royaume-Uni et dépasse à peine les 10 % en Espagne et en Italie. De plus, les ménages anglo-saxons ont un portefeuille d'actions et d'obligations plus garni que les ménages européens.

En dehors de l'Allemagne, la part du patrimoine non financier détenu par les ménages a progressé nettement depuis 1999 en raison des fortes augmentations du prix de l'immobilier. L'augmentation est particulièrement spectaculaire dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni.

Plus encore que la structure du patrimoine, la comparaison internationale des taux d'épargne reste cependant délicate car ces derniers sont fortement dépendants de l'organisation institutionnelle des États. Toutes choses égales par ailleurs, un secteur public développé coïncidera avec un taux d'épargne plus important car une partie de la dépense de consommation (et le revenu qui y serait consacré) est transférée aux administrations publiques (par exemple système de santé, système scolaire public). De même, les cotisations retraites qui viennent en diminution du revenu avec les systèmes généraux de retraite par répartition sont enregistrées comme des flux d'épargne (avec constitution de capital) lorsque le système est « fondé » en particulier pour les régimes d'entreprises.

Graphique

Part du patrimoine non financier dans le patrimoine net total des ménages



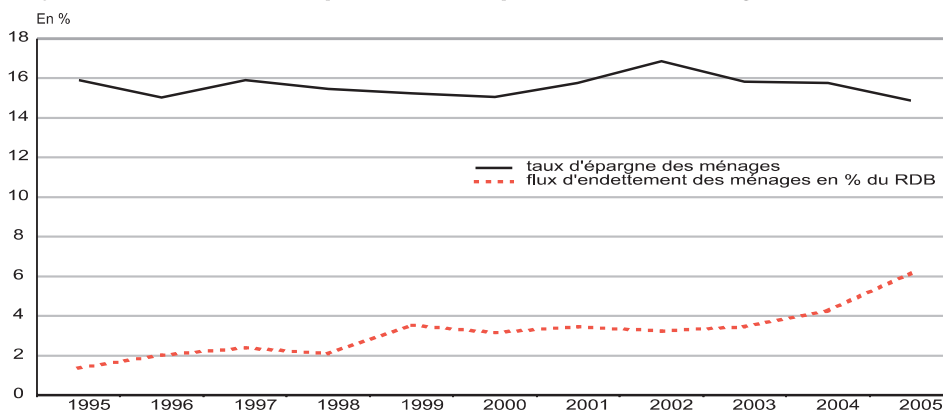
Sources : Banque de France (France), Deutsche Bank (Allemagne), Banca d'Italia (Italie), CNS (Royaume-Uni, d'après OCDE (perspectives économiques)).

Des flux d'endettement qui s'accroissent, partiellement compensés par l'épargne en assurance vie

Les ménages comme l'ensemble des agents acquièrent leurs actifs grâce à un effort d'épargne qui peut être financé par le revenu présent ou futur (endettement). Sur les dix dernières années, le taux d'épargne des ménages (épargne brute rapportée au revenu disponible brut) est resté globalement stable, oscillant entre 15 % et 16 %, alors que leur endettement s'est sensiblement accru (graphique 3). De l'ordre de 5 % dans les années 80, le poids des flux d'endettement des ménages était tombé à un niveau historiquement

Graphique 3

Moyens de financement des acquisitions d'actifs patrimoniaux des ménages (en % du RDB)



Sources : Insee, Comptes nationaux - base 2000, et d'après les comptes nationaux financiers base 95 (Banque de France).

bas au milieu des années 90, pour atteindre 1,4 % de leur revenu disponible brut (RDB). Depuis, il est remonté significativement à environ 3,5 %.

Le taux d'endettement des ménages, qui rapporte l'ensemble de leurs dettes (et non plus les seules dettes contractées chaque année) à leur revenu disponible, connaît ainsi une nouvelle accélération depuis 2003. En 2005, il dépasse 65 %, contre moins de 50 % au début des années 1990.

Du côté des actifs financiers, les flux sont également très importants : les trois types de placements phares des ménages que sont l'assurance-vie, l'épargne contractuelle (PEL en particulier) et les placements à vue (livrets, CODEVI...) représentent des flux de placement généralement supérieurs à la moitié de l'épargne dégagée, même si cette proportion a eu tendance à reculer tout au long des dix dernières années sous la pression exercée par le logement.

L'assurance-vie constitue depuis plusieurs années le premier flux de placement financier des ménages. Ce placement occupe désormais une place aussi importante dans leur patrimoine financier que les dépôts (32 % chacun). Depuis 10 ans, les ménages se sont globalement détournés des actions et des organismes de placement collectif en valeurs mobilières, en particulier monétaire, pour se reporter massivement vers l'assurance-vie. Cette évolution reflète non seulement un moindre intérêt pour les placements monétaires, moins rémunérateurs du fait de la baisse des taux d'intérêts, mais aussi l'effet des mesures d'incitation fiscales relatives à l'assurance vie.

Les flux annuels de placement en assurance-vie représentaient de l'ordre de 8 % du revenu disponible brut des ménages vers 1995-1997, cette proportion a reculé pour s'établir maintenant à un peu plus de 6 %, après un creux à 5,4 % en 2002 et 2003. Dans le même temps, les flux nets d'alimentation de l'épargne contractuelle ont reculé fortement, passant de plus de 3 % du RDB entre 1995 et 1997, à moins de 1 % entre 2002 et 2004. En 2005, on assiste à des retraits nets, en raison notamment des fermetures de PEL après les modifications des règles fiscales sur les plans les plus anciens. En revanche, les ménages ont globalement maintenu leur alimentation de dépôts à vue, entre 2 % et 2,5 % de leur revenu, à l'exception également des années 1999-2000 et de 2005 (1,2 %).

Revenu, consommation et épargne au niveau microéconomique : la différenciation des comportements par âge

L'approche macroéconomique offre un point de vue global sur l'épargne, l'accumulation du patrimoine et les masses financières en jeu. Elle permet de formuler un certain nombre d'hypothèses sur la façon dont cette épargne globale réagit au contexte macroéconomique et aux évolutions institutionnelles. Mais les comportements d'épargne sont différenciés microéconomiquement, qu'il s'agisse du niveau de revenu, de la taille du ménage ou encore de l'âge de ses membres ou de leur situation vis-à-vis du marché du travail. A priori, l'épargne et a fortiori le patrimoine seront différents entre un jeune ménage et un ménage en milieu de cycle de vie, entre un ménage d'actifs et un ménage de retraités, entre un ménage aisé ou un ménage à bas revenus. Pour appréhender ces aspects, il faut passer des agrégats de la comptabilité nationale aux données microéconomiques d'enquête. Cette seconde partie du dossier porte sur ces différentiels de comportement, avec un accent particulier sur leur différenciation selon l'âge. L'intérêt

pour le rôle de l'âge découle assez naturellement des intuitions qu'on peut avoir quant aux motifs d'épargne. A la suite de Keynes (1936, voir Browning et Lusardi, 1996), on peut recenser au moins neuf motifs d'épargne différents³. Deux d'entre eux sont largement mis en avant par la littérature contemporaine sur l'épargne et font jouer un rôle particulier à l'âge : il s'agit des motifs de cycle de vie et du motif de précaution (*encadré 3*).

Encadré 3

L'hypothèse du cycle de vie : de l'intuition de Modigliani au renouveau de l'analyse des comportements patrimoniaux

L'hypothèse de cycle de vie (Life-Cycle Hypothesis, abrégée usuellement LCH) est née des travaux de Modigliani au début des années 1950. Il s'agissait de dégager une théorie des comportements des ménages permettant d'expliquer les faits empiriques micro et macroéconomiques qui commençaient à être rassemblés de manière éparse.

La LCH est souvent mal comprise. La présenter comme un cas d'école très schématique sensé illustrer un comportement d'épargne dans la seule perspective de la retraite, revient à méconnaître à la fois l'apport de l'intuition initiale de Modigliani et le renouveau important de l'analyse des comportements patrimoniaux qu'a permis la LCH depuis le début des années 90. Aujourd'hui, la LCH n'est pas tant une théorie figée qu'un cadre de réflexion qui permet de représenter une large gamme de comportements individuels et d'en tirer des conclusions quant aux évolutions agrégées.

L'origine de la LCH remonte à deux articles de Modigliani et Brumberg cherchant à rendre compte de deux éléments empiriques avec une théorie unique des comportements de consommation. Modigliani et Brumberg (1954) s'intéressent à l'interprétation de la relation affine entre revenu et consommation observée dans les données microéconomiques en coupes instantanées¹ tandis que le second article, publié beaucoup plus tardivement (Modigliani et Brumberg, 1980) s'attache à expliquer les évolu-

tions du taux d'épargne agrégé au cours du temps et ses mouvements à l'horizon du cycle d'activité. L'idée est que les ménages épargnent principalement pour découpler la chronique de leurs dépenses de consommation de celle de leurs revenus : l'horizon de décision d'un ménage est celui de sa vie entière, le ménage gère son patrimoine (éventuellement ses dettes) pour répartir sa consommation au long de sa vie².

Indépendamment, Friedman (1957) avance l'idée que les ménages décident de leur niveau de consommation, non pas en fonction de leur revenu courant, fluctuant à court et moyen terme (part variable de la rémunération, augmentation prévisible des revenus du travail, épisodes de chômage, etc.) mais de sa composante permanente (permanent income, revenu permanent).

L'intuition commune de ces deux approches est que l'épargne est une consommation différée et qu'elle ne dépend pas seulement du revenu courant mais aussi des anticipations de revenus futurs. Les ménages épargnent et gèrent leur patrimoine de manière à lisser leur consommation (sur l'ensemble de leur vie, comme à l'horizon de quelques années). Le patrimoine ainsi accumulé constitue une réserve de consommation, désaccumulée par la suite. Ces deux approches ont plus ou moins fusionné pour fournir non pas un corpus théorique fermé mais un cadre d'analyse flexible destiné à rendre plus intelligibles les comportements patrimoniaux, ré-

3. Motif de précaution (mettre de l'argent de côté pour faire face aux imprévus), motif de cycle de vie (constituer un patrimoine pour subvenir à ses besoins après le départ à la retraite), substitution intertemporelle (tirer parti du rendement des actifs financiers), amélioration des conditions de vie (pouvoir apprécier une augmentation régulière de son niveau de vie), motif d'investissement ou esprit d'entreprise (accumuler des fonds pour pouvoir mener à bien des projets entrepreneuriaux), motif d'héritage (préparer une transmission patrimoniale sous forme de donations ou de legs), épargne préalable (en vue d'un versement initial lors de l'achat d'un logement, ou d'un bien durable, ce motif n'était pas recensé dans la liste originale de Keynes) ou encore indépendance financière voire avarice.

gulièrement enrichi d'allers et retours entre approfondissement théorique et analyse des données empiriques disponibles (voir, par exemple, Deaton, 1991 ou Carroll, 1997).

La littérature relative aux comportements patrimoniaux se concentre désormais sur un certain nombre d'anomalies (puzzles) identifiées et explorées par l'économie comportementale (behavioral economics) qui touchent à la rationalité des ménages : remise en cause de la cohérence temporelle des décisions des ménages (voir par exemple, hyperbolic discounting, Laibson, 1997), aversion au risque différenciée suivant les petits et les gros risques ou encore impact de la forme du message publicitaire dans les décisions d'épargne (Bertrand et al., 2005)³. Le propre de l'économie comportementale est d'i-

dentifier des déviations par rapport à la LCH. Dans cette perspective, la LCH tend à quitter sa dimension essentiellement positive pour acquiescir de facto une portée plus normative : les prédictions de la LCH représentent alors ce que devrait être le comportement optimal des ménages compte tenu des préférences qu'ils expriment mais qu'ils n'arrivent pas toujours à réaliser.

Pour finir, la logique de la LCH a parfois été étendue à d'autres comportements des ménages comme leur offre de travail ou leurs comportements démographiques. Ces comportements sont considérés ici comme exogènes aux décisions patrimoniales (on suppose qu'ils sont décidés en amont, et que les comportements patrimoniaux leur sont conditionnels).

Notes

1. Si l'on considère l'ensemble des ménages à un moment donné, on observe une élasticité de la consommation au revenu inférieure à l'unité et des taux d'épargne éventuellement négatifs pour les ménages les plus pauvres.

2. Dans la version initiale de LCH, Modigliani et Brumberg (1954, 1980) mettent ainsi l'accent sur le financement de la consommation après le départ à la retraite.

3. Pour un exposé plus complet des travaux en économie comportementale, on renverra à Mullainathan et Thaler (2000).

Le motif de cycle de vie pousse les ménages actifs à accumuler un patrimoine qu'ils consommeront après leur départ à la retraite (et la baisse de revenu correspondante). Plus généralement, ce motif de cycle de vie vise à découpler le profil de consommation du profil des revenus au cours de la vie. Il peut aussi conduire à s'endetter en début de vie active, surtout pour les ménages qui anticipent des hausses significatives de leurs revenus en cours de carrière. Tous ces mécanismes sont affectés par l'environnement institutionnel, notamment l'organisation du système de retraite ou l'existence de contraintes d'endettement.

Le motif de précaution conduit plutôt le ménage à accumuler un patrimoine qui lui permet de s'assurer face à des baisses temporaires de son revenu. Il tend à dissocier les évolutions temporaires de la consommation et du revenu à l'horizon de quelques mois ou de quelques années. Lui aussi peut conduire à des taux d'épargne différenciés par âge : accumulation initiale aux jeunes âges, destinée à constituer le capital qui servira de tampon face aux fluctuations ultérieures du revenu, puis ajustement de ce tampon avec l'âge en fonction de l'évolution des risques pesant sur les ressources de l'individu ou du ménage.

Dans la pratique, l'observation de ces comportements pose différents problèmes. D'une part la séparation des deux motifs n'est pas évidente : l'épargne ou le patrimoine observés à un instant donné permettent de satisfaire simultanément l'un et l'autre de ces deux motifs. D'autre part la mesure de l'épargne elle-même n'est pas simple. On préfère en

général la reconstituer comme solde entre les ressources et la consommation, ce qui suppose de commencer par analyser l'une et l'autre de ces deux variables.

Enfin, s'agissant de voir comment toutes ces grandeurs sont liées à l'âge, se pose le problème de la distinction entre effets d'âge et effets dits « de génération » ou « de cohorte ». La séparation entre ces effets d'âge et de génération n'est possible que lorsqu'on dispose de plusieurs profils par âge observés à des dates successives. C'est la raison pour laquelle ce dossier mobilise plusieurs enquêtes successives. Il s'appuiera principalement sur les cinq enquêtes Budget des Familles conduites en 1979, 1984, 1989, 1994 et 2000, ainsi que sur les enquêtes Détention 1996 et 2000 et les enquêtes Patrimoine 1998 et 2004.

Les revenus d'activité : profil en cloche, effets de génération et disparités individuelles

Commençons par examiner le premier volet du solde entre ressources et consommation, à savoir les revenus. Pour l'analyse, il est utile de distinguer les revenus issus de l'activité de ceux issus du patrimoine. Les revenus d'activité s'entendent comme l'ensemble des revenus du travail, indemnités chômage ou pensions de retraite, nets des taxes et des éventuels transferts sociaux. Ces revenus évoluent ou fluctuent au fur et à mesure de la vie, en fonction des choix professionnels, d'éventuels épisodes de chômage ou de cessation d'activité, du passage à la retraite ou encore en fonction de primes ou de bonus.

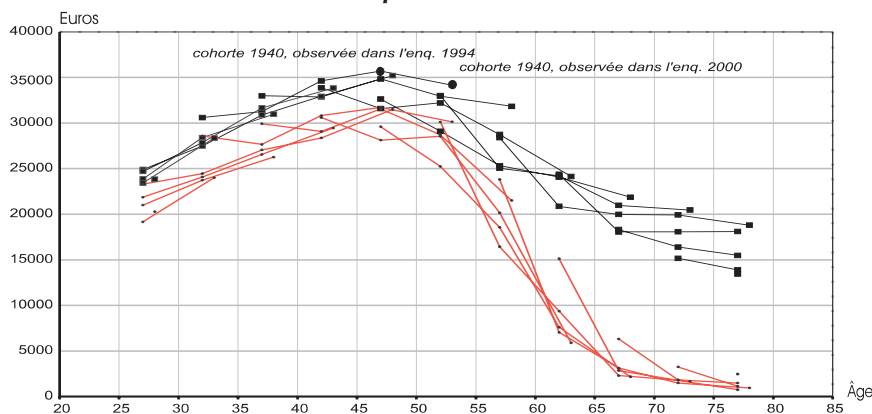
L'évolution des revenus d'activité d'un ménage est généralement décrite comme la combinaison d'une trajectoire déterministe et de chocs transitoires ou permanents. La trajectoire déterministe rend notamment compte de l'évolution du salaire en fonction de l'âge (par exemple, l'effet de l'ancienneté) ou encore du changement de niveau et de profil après le passage à la retraite. Les épisodes de chômage ou les promotions importantes correspondent à des chocs permanents (dans la mesure où ils ont un effet durable sur la trajectoire salariale d'un individu), tandis que les primes, bonus, etc. s'interprètent comme des chocs transitoires. L'existence de chocs permanents implique une augmentation de la dispersion des revenus d'activité à mesure que les ménages vieillissent, constat validé par les données.

Le graphique 4 donne les profils des revenus d'activité au cours de la vie en suivant les revenus des cohortes au cours du temps au travers des cinq enquêtes Budget des familles successives.

En coupe, c'est-à-dire à une date donnée, les profils par âge ne peuvent être interprétés comme de purs effets d'âge. Ils superposent des effets d'âge et de génération. Imaginons par exemple, un régime de croissance régulière où chaque génération aurait un revenu constant tout au long de son cycle de vie mais où ce revenu constant par âge serait croissant d'une génération à l'autre. Dans ce cas, le profil de revenu instantané est une fonction décroissante de l'âge. Or cet effet reflète uniquement l'avantage des générations plus jeunes, et non pas un effet négatif propre à l'âge. Il faut donc trouver une façon de séparer les deux effets.

Lorsqu'on dispose de plusieurs coupes, on peut y arriver sous l'hypothèse simplificatrice que l'effet d'âge est un effet commun à toutes les générations. L'hypothèse est que chaque génération passe par des phases parallèles de hausse ou de baisse de son revenu au fur et à mesure qu'elle avance en âge, mais que chaque génération se démarque des autres en parcourant ces mêmes étapes autour d'un niveau de revenu moyen plus ou

Graphique 4
Revenus d'activité et revenus du travail par cohorte

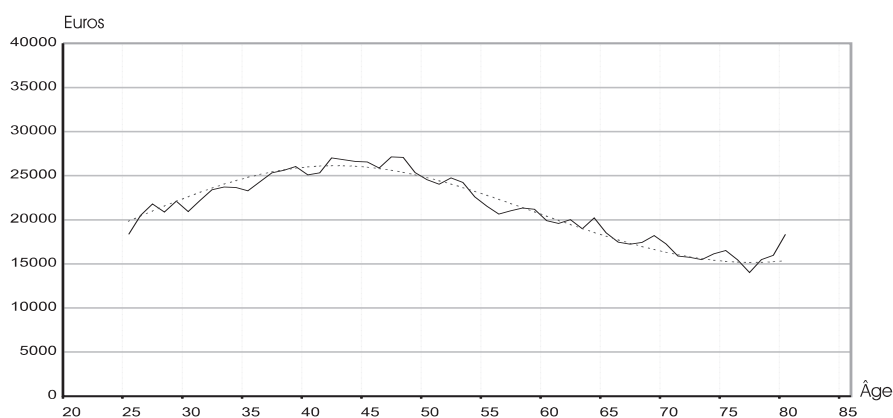


Sources : enquêtes Budget des familles, 1979, 1984, 1989, 1994 et 2000.

Lecture : en trait plein, revenu d'activité et en pointillé, revenu du travail. Moyennes par cohorte et par âge en euros constants de 2000 (date de la dernière enquête). En 1994, le revenu d'activité total de la cohorte 1940 est de 35 500 euros en 1994. Six ans plus tard, en 2000, le revenu d'activité des ménages de la même cohorte est redescendu à 34 000 euros.

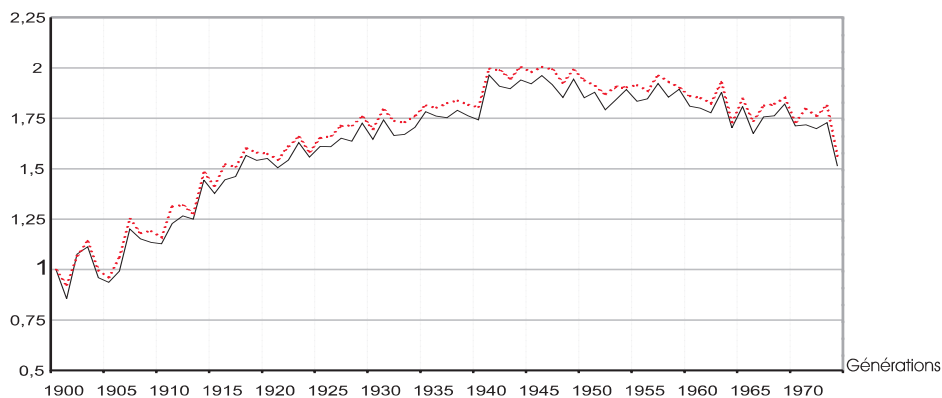
moins élevé⁴. La croissance économique tend en principe à faire s'élever le niveau moyen du revenu d'une génération sur l'autre, cet effet s'atténuant si la croissance économique ralentit. Les graphiques 5a et 5b donnent les évaluations de l'effet d'âge et de l'effet de génération qu'on obtient sous cette hypothèse simplificatrice. En moyenne, les revenus d'activité d'un ménage sont maximaux autour de 40 ans, de l'ordre de 30 000 euros par an pour un ménage dont la personne de référence est née en 1950. Les revenus décroissent ensuite, notamment à l'occasion du passage à la retraite. La re-

Graphique 5a
Profil de revenu au cours de la vie (génération 1950)



4. En pratique, on procède de la même manière que Deaton et Paxson (1994)

Graphique 5b
Effets de génération



Sources : enquêtes Budget des familles, 1979, 1984, 1989, 1994 et 2000.

Lecture : les effets de génération sont multiplicatifs et normalisés pour la génération 1900. Ainsi, au même âge, la génération née en 1950 gagnait annuellement presque 2 fois plus que la génération 1900, en moyenne. Pour le graphique 5a, on a choisi de représenter le profil estimé (commun à toutes les cohortes, à un facteur près correspondant à l'effet de génération) pour la génération 1950. Le trait plein représente l'estimation d'une modélisation des effets d'âge à l'aide d'indicatrices, les pointillés l'estimation d'une modélisation polynomiale.

montée constatée après 75 ans peut éventuellement s'expliquer par un biais de sélection, la mortalité étant plus basse pour les individus à revenu plus élevé.

L'effet de génération illustré par le graphique 5b met ainsi en valeur l'effet de la période de forte croissance des années 50 et 60 sur les générations les plus anciennes⁵. Les générations nées au tournant du 20^{ème} siècle ont commencé leur vie professionnelle dans les années 20 et 30 et n'ont bénéficié à plein des Trente Glorieuses qu'à la fin d'une carrière marquée auparavant par la Seconde Guerre mondiale. Les générations plus jeunes ont vu leur vie professionnelle coïncider plus largement avec la période de croissance des Trente Glorieuses, l'effet maximum étant atteint par les générations nées dans les années 40 et qui sont arrivées sur le marché du travail autour de 1960. Pour les générations suivantes, on observe une rupture nette de la tendance à la hausse observée jusque là (un doublement du revenu annuel entre la génération née entre 1900 et 1910 et celle née entre 1940 et 1950) : les effets de génération semblent stabilisés, comme si la croissance ne s'était pas matérialisée par un niveau de vie plus élevé pour les générations nées après 1950. Il semble même y avoir une baisse de niveau de vie pour les ménages les plus jeunes, mais qui peut en partie tenir aux effets du retard de l'accès à l'emploi ou des mises en couple⁶.

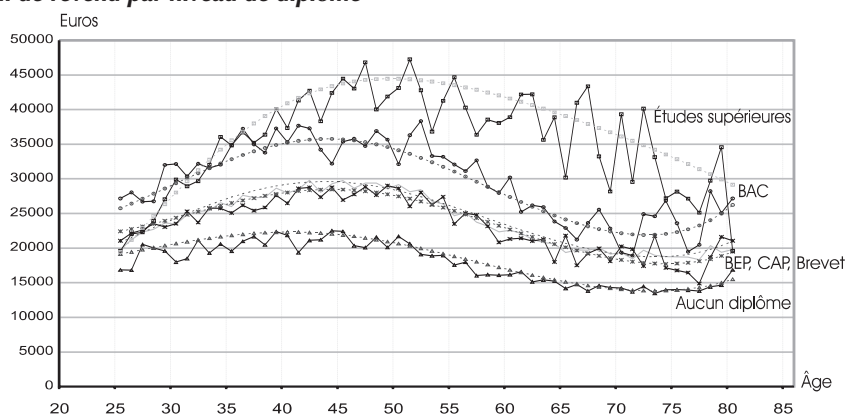
5. Les effets de génération capturent aussi les modifications de comportements de ménages vis-à-vis du marché du travail (généralisation de l'activité féminine).

6. Le fait de travailler au niveau des ménages ne permet pas de porter un diagnostic direct quant aux évolutions du niveau de vie individuel : à âge donné, la taille des ménages a varié d'une génération à l'autre. Cependant, pour les générations les plus jeunes, on a surtout observé des changements dans la chronologie de la nuptialité et de la fécondité. Par ailleurs, l'écart entre l'évolution macroéconomique et l'observation au niveau individuel est une observation commune à un grand nombre de pays (Deaton, 2005).

Le profil par âge moyen recouvre des différences individuelles importantes (*graphique 6*). L'estimation de profils sur des sous-échantillons par niveau d'éducation montre des disparités marquées dans les trajectoires de revenu au cours de la vie. Ainsi, les ménages les plus diplômés ont non seulement un revenu bien supérieur à celui des ménages les moins diplômés mais le profil en cloche est particulièrement prononcé dans leur cas. En revanche, les ménages les moins diplômés ont un profil de revenu beaucoup plus plat au cours de leur vie.

Graphique 6

Profil de revenu par niveau de diplôme



Sources : enquêtes Budget des familles, 1979, 1984, 1989, 1994 et 2000.

Lecture : profil général moyen estimé et profil moyen estimé pour quatre niveaux de diplôme (aucun diplôme - BEP, CAP, Brevet - Bac - études supérieures). Le trait plein représente l'estimation d'une modélisation des effets d'âge à l'aide d'indicatrices, les pointillés l'estimation d'une modélisation polynomiale.

Ces différences de trajectoires sont susceptibles d'introduire des disparités importantes dans les comportements d'épargne. D'une part la répartition des revenus au cours de la vie étant différente, des ménages qui souhaiteraient consommer la même chose à chaque âge présenteraient des profils d'épargne sensiblement différents. D'autre part, au-delà des différences dans la forme de la trajectoire déterministe, les revenus peuvent être sujets à des chocs permanents ou transitoires assez dissemblables, expliquant par-là des comportements différents, notamment en matière d'épargne de précaution. Cependant, en l'absence de données permettant de suivre un même ménage au cours du temps, on ne peut pas déterminer l'ampleur de ces différents chocs et les éventuelles disparités entre catégories de ménages.

La consommation culmine également vers 45 ans

Comment les profils de consommation par âge se situent-ils par rapport à ces profils de revenu ? Une présentation fréquente du modèle de cycle de vie consiste à considérer l'épargne comme un moyen de lisser le profil de consommation par âge et conclut que les profils de consommation devraient être plats et totalement déconnectés du revenu. Cette présentation ignore l'évolution des besoins en fonction de l'âge : un même niveau de consommation n'apporte pas la même utilité selon la charge de famille ou selon qu'on est actif ou retraité. Or c'est cette utilité marginale de la consommation qu'il s'agit de lisser, et non pas la consommation totale du ménage. Le modèle du cycle de vie n'est donc pas incompatible avec un profil de consommation en cloche.

Les variations de la consommation avec l'âge peuvent aussi résulter d'un comportement d'épargne de précaution. Considérons le cas d'un ménage à la fois « impatient » et « prudent ». En début de cycle de vie, même s'il aimerait consommer fortement, la prudence le conduit à se constituer un patrimoine tampon relativement liquide. Une fois celui-ci constitué, il peut en revanche ralentir son effort d'épargne, en se bornant à reconstituer ce tampon à chaque fois qu'il aura été entamé. Ce relâchement de l'effort d'épargne sera d'autant plus probable que le ménage aura une forte préférence pour le présent et des perspectives de revenus futurs croissants. Le motif de précaution prévaudra donc surtout en début de vie active, quand l'horizon de la retraite est encore assez éloigné puis cèdera peu à peu le pas à un motif de cycle de vie plus accusé à l'approche de l'âge de la retraite. Après le passage à la retraite, si la baisse de revenus est importante, on s'attend à observer une désaccumulation du patrimoine.

Au vu des trajectoires de revenus observées, les phénomènes d'épargne de précaution liés à l'existence de contraintes d'endettement devraient être fréquentes parmi les ménages les plus diplômés. En revanche, en l'absence d'informations supplémentaires, il est difficile de se prononcer sur l'importance du motif de précaution lié à l'incertitude sur les revenus et à d'éventuelles disparités entre catégories de ménages.

Pour l'analyse empirique, la consommation est assimilée ici aux dépenses de consommation⁷ telles qu'elles sont collectées dans les enquêtes. Cette hypothèse est approximative, puisqu'elle ignore par exemple l'autoconsommation non marchande, qui peut s'intensifier après le passage à la retraite⁸. Elle pose aussi problème s'agissant de la consommation des biens durables, comme par exemple un véhicule : l'achat d'un bien durable entraîne une dépense importante à une date précise alors que l'usage du bien sera étalé sur une durée plus longue. Le caractère particulier des biens durables peut être éventuellement pris en compte explicitement. Dans ce cas, les ménages vont ajuster leur consommation de manière discrète lorsque l'écart entre la quantité ou la qualité du bien durable dont il souhaiterait profiter et celui dont il dispose effectivement devient trop important. On assiste ainsi à des effets de seuil éventuellement renforcés par la présence de contraintes de liquidité⁹.

Mais ces réserves n'invalident pas les intuitions fondamentales sur la forme de la chronique de consommation par âge et la consommation présente effectivement un profil en cloche (*graphique 7*). A un niveau plus désagrégé (par exemple en se concentrant sur les seules dépenses alimentaires), les phénomènes de lissage de la consommation sont plus nets¹⁰.

En procédant à la même décomposition entre effets d'âge et de génération que pour les revenus d'activité, on fait ressortir un profil en cloche pour la consommation (*graphique 8a*). Une partie de la bosse peut être expliquée par l'évolution de la composition du ménage au cours du cycle de vie et la prise en compte de variables démographiques permet bien de réduire l'ampleur de la bosse observée. Mais le profil en cloche demeure,

7. Ce qui revient à faire implicitement l'hypothèse que le temps libre entre de manière complètement autonome dans l'utilité des ménages.

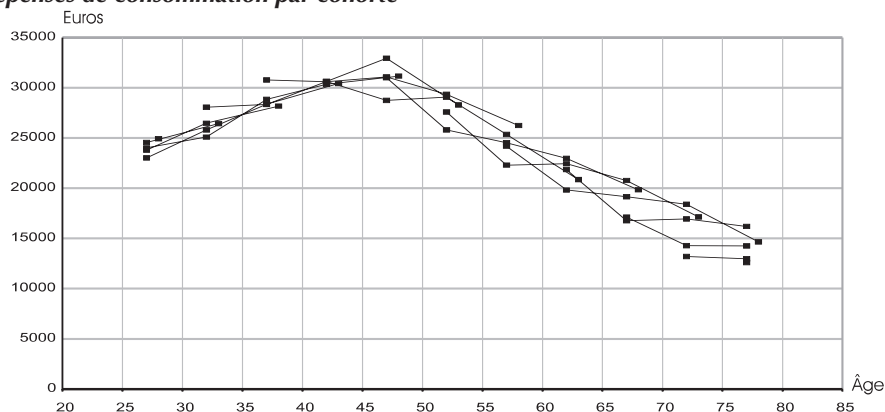
8. Elle n'est vraiment remise en question que dans un certain nombre de situations comme le passage à la retraite dans certains pays anglo-saxons (où l'on observe, par exemple, une substitution entre certaines dépenses de restaurant et le temps passer à cuisiner au domicile, Aguiar et Hurst, 2005).

9. Voir par exemple Grossman et Laroque (1990).

10. Dans le cas des dépenses d'alimentation, le profil moyen par cohorte suit d'assez près l'évolution de la taille du ménage.

Graphique 7

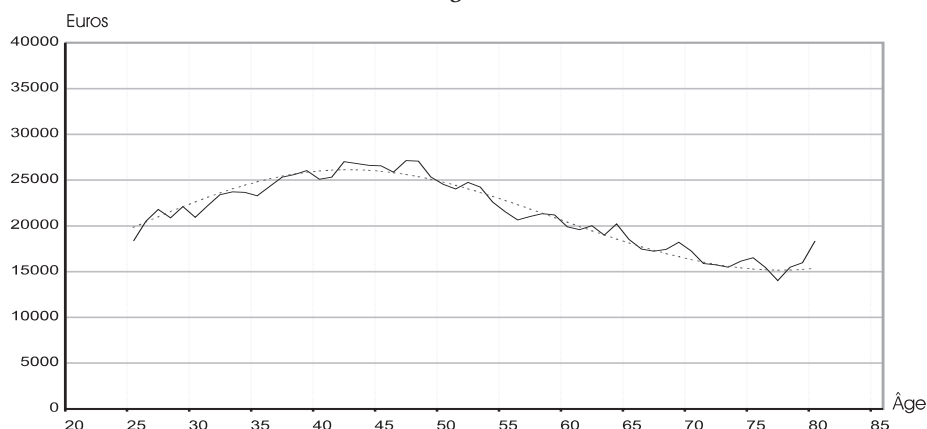
Dépenses de consommation par cohorte



Sources : enquêtes Budget des familles, 1979, 1984, 1989, 1994 et 2000.

Graphique 8a

Profil de consommation au cours de la vie (génération 1950)



Sources : enquêtes Budget des familles, 1979, 1984, 1989, 1994 et 2000.

suggérant que, dans une certaine mesure, les profils observés concordent avec un comportement d'épargne de précaution.

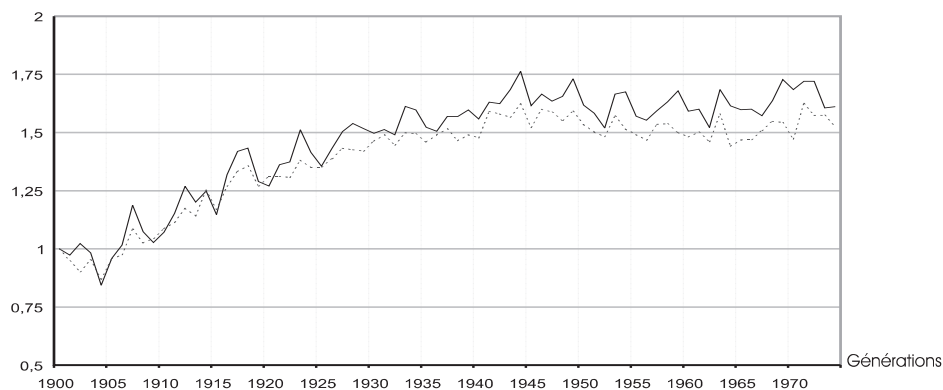
On retrouve aussi les mêmes effets de génération, quoique légèrement moins prononcés (*graphique 8b*). L'existence d'effets de générations similaires dans les profils de revenus et de consommation est conforme à l'hypothèse du cycle de vie (sur l'ensemble de la vie, le niveau de la consommation est déterminé par le niveau des revenus).

Un comportement d'épargne différencié selon l'âge

On pourrait s'attendre à ce que la connaissance des profils par âge du revenu et de la consommation débouche facilement sur un profil par âge de l'épargne. En fait, les enquêtes Budget des familles ne se prêtent pas aisément à l'analyse directe du comporte-

Graphique 8b

Profil de consommation : effets de génération



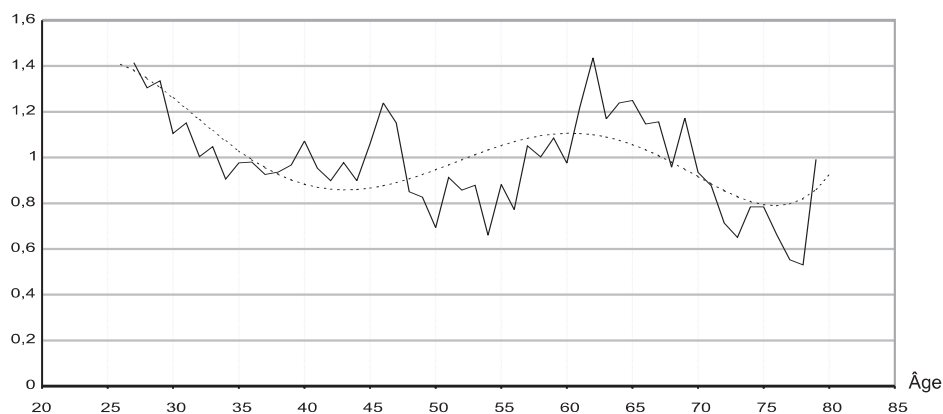
Sources : enquêtes Budget des familles, 1979, 1984, 1989, 1994 et 2000.

ment d'épargne en lui-même. L'enquête collecte les dépenses et les ressources mais peine à mesurer ce qui est épargné, en particulier tout ce qui ne donne pas lieu à une transaction monétaire ; en outre, les ressources déclarées semblent sous-évaluées au regard des dépenses enregistrées. Ceci pose surtout problème pour l'évaluation de l'épargne en niveau. En acceptant l'hypothèse d'une sous-estimation des ressources indépendante de l'âge, il reste en revanche possible de donner une indication du profil par âge du taux d'épargne, au sens de fraction non consommée des revenus d'activité, hors revenus patrimoniaux.

Sous cette hypothèse, c'est pour les ménages les plus jeunes que le taux d'épargne apparaît le plus élevé (graphique 9). Cette période de la vie est souvent l'occasion, dans un contexte de contraintes de liquidité, soit d'épargner en vue de constituer un apport initial pour un emprunt immobilier soit de rembourser un tel emprunt. A mesure que les reve-

Graphique 9

Profil relatif du taux d'épargne au cours de la vie.



Sources : enquêtes Budget des familles, 1979, 1984, 1989, 1994 et 2000.

Lecture : à 30 ans, le taux d'épargne d'un ménage est 1,2 fois supérieur à sa moyenne sur l'ensemble de la vie.

nus augmentent et que l'emprunt immobilier éventuellement contracté est remboursé, l'effort d'épargne se relâche jusqu'à la cinquantaine, avant de remonter à l'approche du départ à la retraite, pour finalement diminuer passé 60 ans.

Un tel profil de taux d'épargne s'appliquant à un profil de revenu qui est croissant en début de cycle de vie, on retrouve finalement un montant épargné relativement stable au cours de la vie active qui décline nettement après le passage à la retraite. Cette évolution est cohérente avec une interprétation combinant motif de précaution, contraintes d'endettement (obligeant à une phase d'épargne préalable à l'acquisition du logement) et motif de cycle de vie.

L'allocation du patrimoine

Le constat précédent était un constat global sur l'ensemble du processus d'accumulation patrimoniale. L'analyse était menée comme si le patrimoine (exclusivement financier) était un tout homogène, liquide et sans risque, lui permettant de facilement remplir son rôle de réserve de consommation. Or, cette hypothèse est simplificatrice. Dans la pratique, les ménages ont à choisir entre un certain nombre d'actifs, produits financiers ou non financiers, avec des caractéristiques différentes, en termes de rendement moyen, de risque mais aussi de traitement fiscal, d'existence de coûts de détention ou de complexité de gestion (*encadré 4*).

Encadré 4

Choix de portefeuille : éléments d'analyse

L'arbitrage rendement-risque et la non détention d'action : un paradoxe ?

Depuis Tobin (1958) on sait que le problème du choix de portefeuille peut se réduire au choix d'une combinaison de deux fonds (combinaison d'actifs). En présence d'un actif sans risque, ce choix consiste à déterminer les montants investis respectivement dans l'actif sans risque et dans un fonds risqué (combinaison d'actifs choisis sur la frontière d'efficience).

La composition globale du portefeuille reflète un arbitrage rendement-risque déterminé par les préférences (aversion pour le risque). Plus précisément, un ménage devrait toujours détenir une part de son patrimoine sous forme d'actif risqué, dès lorsqu'il existe un excès de rendement de ces actifs. En d'autres termes, un portefeuille optimal devrait être complet, c'est-à-dire toujours contenir une part d'actifs risqués, décroissante selon l'aversion du ménage pour le risque.

Mais cette prédiction ne cadre pas avec le phénomène le plus massif observé dans l'ensemble

des pays à propos de la structure du patrimoine financier des ménages : la non-détention d'actions (stockholding puzzle).

L'explication de cette non détention est à chercher du côté de l'existence de coûts de participation ou de transaction. Ces coûts peuvent être très différents : coûts monétaires (coûts d'entrée, coûts de gestion, coûts de transaction) ou coûts perçus (coûts en terme d'information et de qualifications ou de temps nécessaires pour participer et pour gérer efficacement un portefeuille). Ainsi, Gomes et Michaelides (2003, 2005) et Paiella (2001, 2006) ont montré que l'existence de ces coûts pouvaient expliquer la non-détention (dans la mesure où le gain à détenir des actifs risqués peut être relativement faible pour un certain nombre de ménages, notamment les moins riches et les plus averses au risque, voir aussi Guiso et al., 2003). D'autres éléments viennent conforter cette hypothèse. Ainsi Arrondel et Masson (2003) ont montré que, pour un couple, la détention d'actions augmentait si les parents d'un des membres du couple étaient ou

avaient été eux-même détenteurs de ce type de valeurs mobilières et s'accroissait encore lorsque les parents des deux membres du couple étaient détenteurs. Ce type de résultats semble souligner une dimension « culturelle » ou familiale dans la gestion du patrimoine financier, accréditant l'idée qu'au-delà du coût réel de la détention (en termes monétaires comme en termes de temps consacré à gérer son portefeuille), il existe un coût perçu (les ménages pensent que la détention requiert des compétences qu'ils n'ont pas ou estiment que leur participation ne pourrait être concluante - le ménage anticipe ses propres erreurs de stratégie de gestion). D'une manière générale, la théorie des choix de portefeuille pose le problème de la structure des portefeuilles en deux étapes : d'une part la décision de détention, d'autre part le choix du montant investi une fois déterminée la structure de détention. La description des actifs financiers détenus par les ménages suit cette même logique.

Un aspect particulier du choix de portefeuille : la détention du logement

Le choix du mode de résidence (propriété ou location) est déterminé par un arbitrage lié au coût d'usage du logement, le ménage choisissant le statut dont le coût est le plus faible. Pour un locataire, ce coût d'usage correspond au loyer versé tandis que pour un propriétaire, il s'agit du coût de l'opportunité financière manquée en termes de placement (la valeur du logement n'a pas été utilisée pour un investissement financier). Cet arbitrage dépend du rendement (évolution des prix de l'immobilier) et du risque d'un investissement immobilier ainsi que des caractéristiques de l'alternative (rendement et risque du placement financier, évolution des loyers, etc.) et éventuellement de considérations fiscales ou institutionnelles.

L'existence de contraintes d'endettement peut aussi avoir un effet sur le choix du statut d'occupation. Si elles empêchent un ménage d'acheter un logement correspondant à ses besoins, il pourra choisir une location même si elle est a priori financièrement moins attractive.

Par ailleurs, l'horizon d'occupation d'un logement peut aussi influencer sur le choix du statut d'occupation. Plus le ménage anticipe un déménagement (pour des raisons de mobilité géographique ou pour des raisons liées à l'évolution de

sa demande de logement) à une date proche, plus il choisira la location, notamment en raison des coûts fixes à l'achat.

Plus généralement, en dehors de la mobilité géographique, la décision de mobilité est liée à un arbitrage entre les coûts du déménagement (coûts monétaires, temps passé à la recherche d'un nouveau logement et à la vente éventuelle du logement précédent, perte du réseau de sociabilité tissé dans l'environnement précédent) et le gain à ajuster la quantité de logement consommé (c'est-à-dire l'écart entre le logement actuel et le logement que le ménage choisirait en l'absence de coûts). Le ménage ne déménagera que si le gain est suffisamment important (que si la quantité de logement souhaitée est suffisamment éloignée, à la hausse ou à la baisse, de la quantité de logement actuellement consommée). L'ajustement sera alors relativement peu fréquent et assez important.

Un autre aspect important concerne l'impact d'une évolution des prix de l'immobilier sur la consommation et le bien-être des ménages. Alors qu'une hausse des prix des actifs financiers a toujours un impact positif sur les ménages qui augmenteront leur consommation en fonction du caractère plus ou moins permanent de la hausse (choc transitoire ou augmentation durable du rendement des actifs détenus), l'effet d'une hausse des prix de l'immobilier est ambigu, car combinant deux effets de sens contraire. Directement, la hausse des prix rend plus onéreuse la consommation de logement pour tous les ménages. Indirectement, l'augmentation de la valeur du patrimoine net des propriétaires tend leur contrainte d'endettement.

Au niveau agrégé ces deux effets doivent se compenser assez fortement. Il n'en va pas de même si on distingue les différentes catégories de ménage. La résultante de ces deux effets devrait être assez différenciée en fonction de l'âge du ménage et de son statut d'occupation courant. C'est la consommation hors logement des ménages les plus jeunes et les plus âgés qui devrait être la plus sensible aux évolutions des prix de l'immobilier. Les propriétaires les plus jeunes sont les plus susceptibles de tirer parti du relâchement de leur contrainte d'endettement alors que les propriétaires les plus âgés vont plus couramment ajuster leur consommation de loge-

ment à la baisse en réalisant au passage une plus-value.

Par ailleurs, les ménages les plus jeunes, qu'ils soient propriétaires ou locataires, auront à ajuster à la hausse leur consommation de logement future. Dans ces conditions, une hausse des prix se traduira pour les locataires par un éventuel effet dépressif sur leur consommation tandis que l'impact sur le bien-être des propriétaires est indéterminé.

Ces quelques remarques illustrent bien à la fois l'importance et la complexité d'une analyse intégrant proprement le problème du logement dans le cadre plus général des comportements patrimoniaux.

La stratégie d'endettement

S'agissant d'une dette contractée pour l'achat d'un bien durable (en particulier, le logement), le ménage aura à choisir notamment en fonction du taux d'intérêt auquel il peut emprunter, de la maturité du prêt, de sa nature (taux fixe ou taux variable). Ce choix est relativement complexe. Il dépend ainsi du risque de taux d'intérêt réel et du risque d'inflation ainsi que de l'existence de contraintes de liquidité aujourd'hui et à l'avenir, des possibilités de refinancement du prêt, du risque de mobilité du ménage et de son aversion pour le risque.

D'une manière générale, un emprunt à taux fixe sera préférable pour se couvrir vis-à-vis d'un risque de taux d'intérêt réel si le risque d'inflation est maîtrisé ou si le ménage est susceptible de faire face à des contraintes d'endettement dans le futur tandis qu'un emprunt à taux variable sera plutôt choisi par des ménages non contraints ou par des ménages contraints mais avec une faible aversion pour le risque, ou encore par les ménages susceptibles d'ajuster rapidement à l'avenir leur consommation de logement.

Les transferts intergénérationnels

Parmi les questions ouvertes importantes, on trouve la question des héritages et donations reçus et des transmissions.

Il est d'usage de distinguer les transferts involontaires des transferts volontaires. À l'évidence, les seuls transferts involontaires sont des héritages. On peut distinguer deux sortes de transferts involontaires : les legs accidentels (le donateur décède prématurément avant d'avoir consommé le capital qu'il avait accumulé pour subvenir à ses besoins), et les legs « capitalistes » (le donateur détenait un patrimoine important pour d'autres motifs qu'un simple motif de cycle de vie, qu'il s'agisse, par exemple, d'un donateur dérivant une utilité du seul fait de détenir un patrimoine important ou d'un donateur possédant un capital important pour des raisons professionnelles).

Au sein des transferts volontaires (héritages volontaires et donations), on peut opérer une distinction entre les transferts altruistes (la motivation du don est essentiellement gratuite) et l'échange (le don est compris comme paiement de services rendus ou comme moyen de monnayer l'attention de ses enfants).

Au final, la prise en compte de ces transferts intergénérationnels ne change pas fondamentalement notre compréhension des comportements patrimoniaux. Pour simplifier, on pourra amender l'ensemble des raisonnements précédents en supposant qu'il existe éventuellement une utilité dérivée de la détention d'une richesse terminale.

En pratique, les héritages concernent environ la moitié des ménages et les donations moins du cinquième. L'importance quantitative de la part du patrimoine reçu en héritage par les ménages dans le patrimoine de l'ensemble des ménages a fait l'objet de controverses importantes. On juge généralement qu'environ 40 % du patrimoine totale des ménages a été hérité, les 60 % restant correspondant à un patrimoine accumulé par le biais de l'épargne.

Le logement constitue le plus souvent l'actif le plus important du patrimoine d'un ménage. Au-delà de la question du choix du statut d'occupation du logement du ménage, la décision d'acheter son logement va modifier substantiellement la structure du patrimoine financier : pour acquérir son logement, le ménage va le plus souvent s'endetter tandis que la possession de son logement (qui constitue le principal actif risqué de son patrimoine) modifie considérablement son exposition au risque.

La fiscalité et la pratique des institutions financières privilégient une épargne peu risquée

L'analyse de la structure du patrimoine financier (plus précisément des actifs financiers, la question de l'endettement sera abordée par la suite) nécessite de distinguer les produits à la disposition des ménages en fonction de leur rendement et de leur risque ou de leurs caractéristiques institutionnelles.

L'analyse économique privilégie volontiers le couple rendement/risque, en soulignant l'importance des préférences (notamment de l'aversion pour le risque) dans la détermination de la structure du patrimoine. En pratique, il est plus aisé d'identifier les actifs financiers des ménages sur la base de leurs caractéristiques institutionnelles (par exemple, produits d'épargne réglementés, traitement fiscal, etc.). Même si ces deux classifications se recouvrent partiellement, les caractéristiques institutionnelles compliquent l'analyse (effets de seuils, éligibilité ou modification de la réglementation ou du traitement fiscal).

Du point de vue institutionnel, on peut distinguer six types d'actifs différents.

Un premier groupe est constitué de l'épargne sur livrets (livrets A ou bleu, livret jeune, etc.) : l'argent déposé est totalement disponible, on peut alimenter le livret ou effectuer des retraits à tout moment et le plus souvent, le taux de rémunération est fixe et modifié de temps à autre. Ces livrets sont en général plafonnés et bénéficient fréquemment d'une fiscalité avantageuse (voire sont totalement exonérés).

Viennent ensuite un ensemble de produits d'épargne longue, peu liquides et dévolus théoriquement soit aux projets immobiliers (épargne logement), soit au financement de la retraite (épargne retraite dont l'assurance-vie). Les montants versés dans ces produits sont en général immobilisés pour quelques années et bénéficient d'une fiscalité préférentielle.

Arrivent aussi toute une gamme d'« enveloppes fiscales » : plan d'épargne en action (PEA), permettant de détenir des valeurs mobilières (obligations, actions, OPCVM, etc.) dans des conditions particulières ainsi que des produits d'épargne salariale lorsque l'employeur du ménage propose ce type de dispositif et, finalement, des comptes titres classiques, sans plafonnement ni fiscalité dérogatoire.

Parallèlement à la détention directe de valeurs mobilières, les institutions financières peuvent proposer aux ménages des contrats dont les modalités de rémunération et les caractéristiques en matière de risques varient (par exemple taux fixe ou taux variable, fonds à capital garanti ou encore modalité de sortie en rente ou en capital). Généralement, l'analyse de ce type de contrat n'est pas aisée.

Le classement des actifs en fonction de leur rendement moyen et de leur risque, permet de définir la frontière d'efficience, i.e. l'ensemble des actifs qui présentent le rendement maximal à niveau de risque donné (et le risque minimal à rendement donné). Pour un

ménage, cette frontière comprend des investissements très peu risqués (par exemple, produits d'épargne règlementés avec un taux fixe contractuel) et des actifs plus risqués comme des actions. L'existence de l'*equity premium* (excès de rendement des actions constaté historiquement) implique que les actions appartiennent très probablement à la frontière. En théorie, un consommateur rationnel choisira ses investissements sur cette frontière.

Les enquêtes Détenion et Patrimoine permettent de suivre l'évolution de la détention des différents produits depuis le milieu des années 90. La quasi-totalité des ménages interrogés déclare avoir au moins un compte courant et environ 90 % d'entre eux détiennent au moins un autre actif financier. Plus de 80 % des ménages possèdent au moins un livret et 40 % les deux produits d'épargne longue « institutionnelle » (épargne logement et épargne retraite).

La détention des valeurs mobilières est moins courante. Le PEA et l'épargne salariale se sont répandus au cours des 10 dernières années : en 1996, environ 5 % des ménages déclaraient posséder un PEA (respectivement 14 % une épargne salariale), ils sont 16 % (resp. 18 %) en 2004. Cette diffusion ne semble pas avoir beaucoup poussé la détention des valeurs mobilières dans leur ensemble (principalement les valeurs détenues dans un PEA ainsi que les actions et OPCVM détenus hors PEA) qui reste stable, de l'ordre de 25 %.

En 2004, les ménages les plus diplômés détiennent plus fréquemment chacun de ces produits. Les livrets sont détenus de manière équivalente à chaque âge tandis que l'épargne logement a logiquement la faveur des plus jeunes à l'inverse de l'épargne retraite. L'épargne salariale est détenue par les ménages actifs et la détention de valeurs mobilières semble assez uniforme quel que soit l'âge.

Mis à part la détention minoritaire de valeurs mobilières, ces résultats sont en ligne avec ce que pouvait laisser présager la théorie : une détention quasi généralisée d'actifs sans risque (en particulier livrets), un patrimoine qui exploite dans la mesure du possible l'existence de produits défiscalisés ou à la fiscalité avantageuse (épargne logement et épargne retraite), la détention d'actifs en dehors de ces enveloppes n'intervenant qu'une fois les plafonds dépassés.

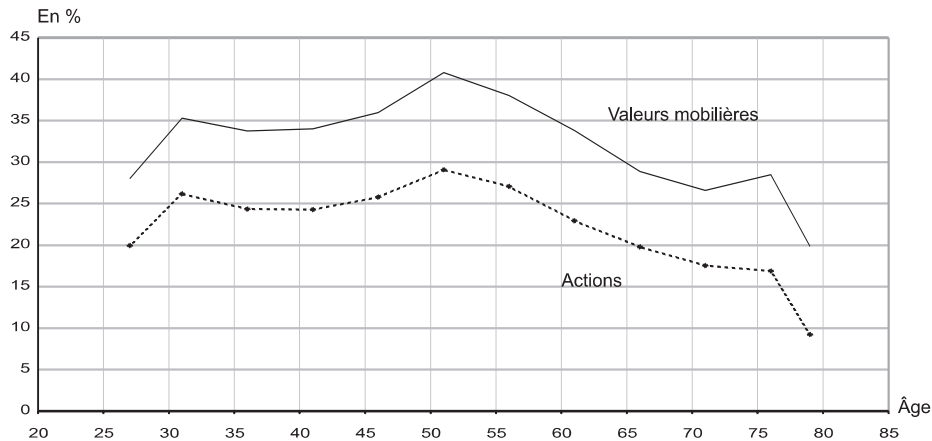
La détention de valeurs mobilières augmente plus avec le revenu et le patrimoine financier qu'avec l'âge

En théorie, contrairement aux trajectoires de revenu et de consommation, en l'absence de modifications structurelles, on ne devrait pas observer d'effets de génération dans les profils de détention par âge. Il devrait donc être possible d'identifier l'effet d'âge sur une coupe unique. Sous cette hypothèse, les données suggèrent une détention relativement uniforme durant la vie active puis une réduction de la détention après l'âge du départ à la retraite (*graphique 10a*).

Mais la facilité croissante d'accès au marché financier invalide cette hypothèse de stabilité structurelle. La détention directe d'actions (tous types d'actions - y compris actions non cotées et éventuellement détenues par le biais de l'épargne salariale) a fortement progressé depuis une dizaine d'années, passant de moins de 13 % à plus de 23 % entre 1996 et 2004. Cette augmentation a été notamment le fait des ménages les plus jeunes : la détention des 24-45 ans est ainsi passée de 9 % à plus de 24 % tandis que dans le même temps, la participation des ménages âgés de 55 à 70 ans et plus a peu progressé.

Graphique 10a

Évolution de la détention d'actions et de valeurs mobilières en coupe 2004



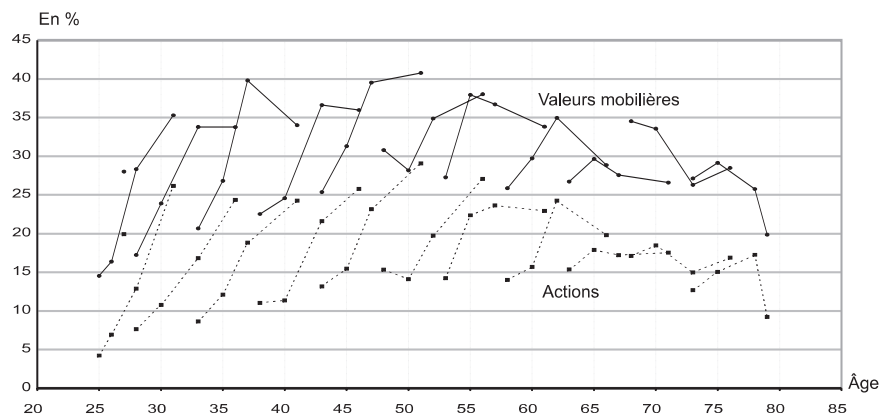
Sources : enquêtes Détention 1996, Patrimoine 1998, Détention 2000, Patrimoine 2004.

La diffusion des actions a également été plus précoce parmi les ménages les plus diplômés : l'essentiel de l'augmentation de la participation des plus diplômés a eu lieu avant 2000 (c'est-à-dire au cours de la forte hausse des marchés financiers) tandis que l'augmentation particulièrement massive de la participation des moins diplômés s'est poursuivie entre 2000 et 2004. On assiste aussi à un basculement du profil de détention : alors qu'au milieu des années 90, la détention de valeurs mobilières était plus fréquente dans les portefeuilles des ménages les plus âgés, ce type de valeur s'est diffusé chez les jeunes.

La moindre détention des cohortes les plus âgées résulterait donc d'un double effet (détention moindre à âge identique et diminution de la détention en fin de vie) tandis que pour toutes les autres cohortes, on assiste à une augmentation continue de la détention d'actions ou de valeurs mobilières en fonction de l'âge (graphique 10b). Selon toute

Graphique 10b

Évolution de la détention d'actions et de valeurs mobilières par cohortes



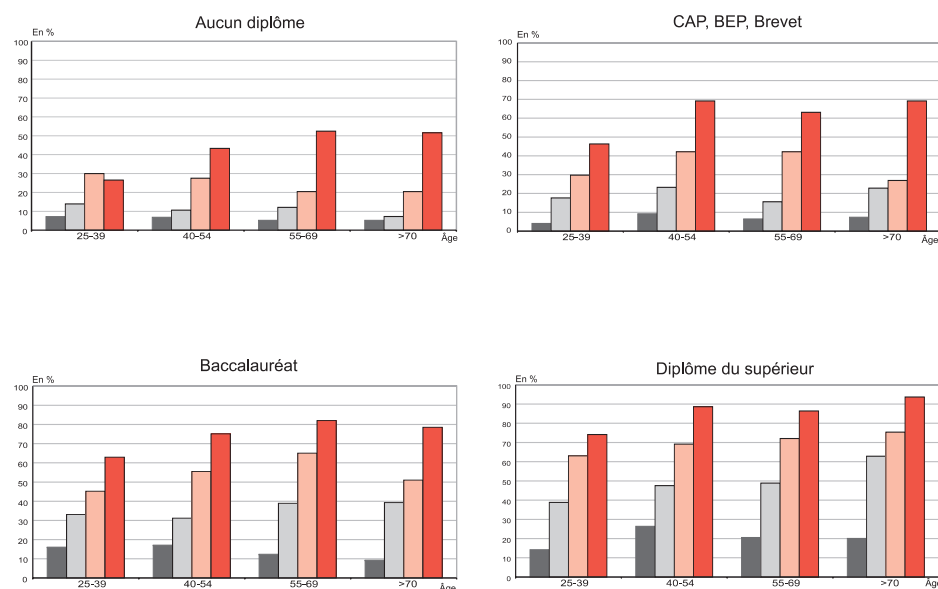
Sources : enquêtes Détention 1996, Patrimoine 1998, Détention 2000, Patrimoine 2004.

vraisemblance, cette augmentation traduit beaucoup plus une évolution structurelle (un accès plus facile aux valeurs mobilières) qu'un effet d'âge. Dans ces conditions, l'identification robuste d'un profil de cycle de vie de la détention de valeurs mobilières reste délicate.

S'il n'est pas évident de discerner une trajectoire claire pour la détention au cours de la vie, des conclusions plus nettes peuvent être apportées sur d'autres dimensions : la détention augmente avec le diplôme et, à diplôme donné, elle augmente avec le montant des actifs financiers détenus par le ménage (*graphique 11*). En l'absence d'informations précises sur les revenus d'activité, il n'est pas possible de séparer plus clairement l'importance du diplôme et celle des revenus. Néanmoins, dans la mesure où le diplôme capture ici une partie importante des hétérogénéités de revenus, il est vraisemblable de retenir que la détention de valeurs mobilières augmente avec le revenu et, à revenu donné, avec le patrimoine financier.

Graphique 11

Détention d'action par âge et par diplôme et par quartile de richesse en 2004



Sources : Patrimoine 2004

Les portefeuilles des ménages sont généralement peu diversifiés et peu risqués

La description précédente, basée sur des critères institutionnels, présente deux limites notables. D'une part l'analyse de la détention simple ne permet pas de rendre compte du degré de diversification des portefeuilles des ménages. En l'occurrence, la plupart des portefeuilles des ménages sont peu diversifiés. Plus de 60 % des ménages détiennent deux types de produits voire moins et moins de 10 % des ménages ont un portefeuille fi-

Tableau 2a**Évolution du portefeuille des ménages en terme de risque 1996 1998 2000 2004**

Détention des différents types d'actifs			Date de l'enquête			
Sans risque	Faiblement risqué	Risqué	1996	1998	2000	2004
Non	Non	Non	11,3	9,1	9,7	9,9
Oui	Non	Non	23,9	20,6	24,5	23,2
Oui	Oui	Non	33,2	36,7	28,9	29,6
Oui	Non	Oui	3,9	3,6	5,2	5,4
Oui	Oui	Oui	18,8	22,2	26,0	24,9
Non	Au moins l'un des deux		8,8	7,8	5,7	7,1

Tableau 2b**Évolution du portefeuille des ménages en termes de risque et par âge en 2004**

Détention des différents types d'actifs			Tranche d'âge en %			
Sans risque	Faiblement risqué	Risqué	25-39	40-54	55-69	>70
Non	Non	Non	7,5	9,4	11,8	12,2
Oui	Non	Non	22,4	19,5	23,1	32,0
Oui	Oui	Non	32,0	30,3	28,2	26,2
Oui	Non	Oui	5,7	6,4	3,7	5,2
Oui	Oui	Oui	23,8	28,2	25,3	19,5
Non	Au moins l'un des deux		8,7	6,3	7,9	4,8

Lecture : Parmi les ménages dont la personne de référence est âgée de 25 à 39 ans, 22,4 % ont un portefeuille uniquement constitué d'actifs sans risque.

nancier complet¹¹. D'autre part, la description « institutionnelle » des produits met plus en avant des aspects liés au traitement fiscal des produits que les caractéristiques sur lesquelles la théorie nous apporte quelques intuitions. En considérant à présent la diversification des portefeuilles des ménages non plus en termes de classes de produits institutionnels mais plutôt en termes de rendement et de risques¹², on constate que la structure de portefeuille la plus répandue (un tiers des ménages) comprend (au moins) un actif sans risque et un actif faiblement risqué (*tableau 2a et 2b*) ; la proportion des ménages détenant un portefeuille complet (en termes de risque - autour de 25 %) est équivalente voire légèrement supérieure à la proportion de ménage ne détenant que des actifs sans risque.

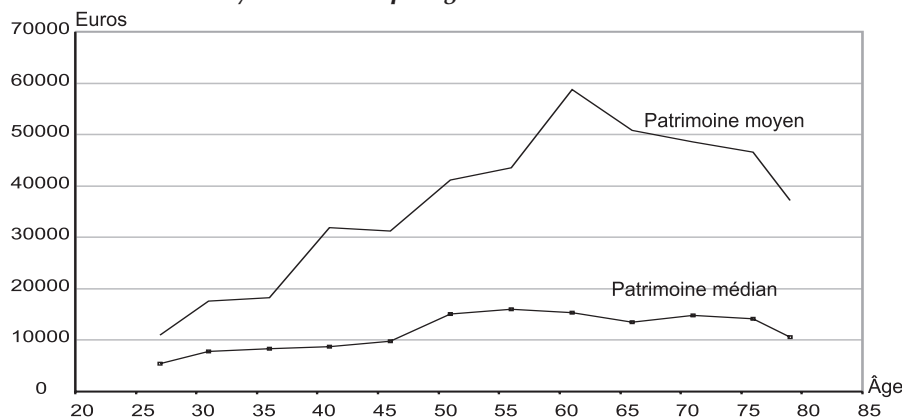
11. Ménages qui détiennent au moins un actif dans chaque catégorie - livret, épargne logement, épargne retraite, PEA et autres valeurs mobilières, l'épargne salariale à laquelle l'ensemble des ménages n'a pas accès, n'est pas prise en compte.

12. On regroupe les actifs financiers en trois catégories sur la base de leur risque : actifs sans risque : livrets ; actifs peu risqués : produits monétaires, principalement les produits d'épargne logement et les produits d'épargne retraite ; actifs risqués : ensemble des valeurs mobilières.

Le patrimoine des différentes cohortes en 2004 : entre cycle de vie et effets de génération

Au final, le patrimoine financier par âge a un profil croissant jusqu'à l'âge du départ à la retraite (*graphique 12*) et relativement stable par la suite (quoique présentant une dispersion individuelle plus forte). Cette coupe ne peut (et ne doit) cependant pas être interprétée comme une trajectoire de cycle de vie : ce sont des cohortes différentes que nous observons à chaque âge. En l'absence d'autres coupes comparables, il est impossible de conclure quant à l'évolution du patrimoine en fonction de l'âge. Les montants inférieurs observés aux âges les plus avancés peuvent être liés à une désaccumulation mais, tout aussi probablement, aux effets de générations défavorables observés sur les revenus et la consommation.

Graphique 12
Patrimoine financier moyen et médian par âge en 2004



Sources : enquête Patrimoine 2004.

Par ailleurs, la trajectoire du patrimoine moyen par âge cache d'importantes inégalités. Cependant, ces inégalités sont moins directement liées au diplôme que ne l'était, par exemple, la dispersion des trajectoires de revenu, traduisant le fait qu'en dehors des transferts intergénérationnels (héritages, donations), l'accumulation patrimoniale laisse finalement une certaine importance aux choix individuels et aux préférences inobservées. On remarque néanmoins qu'avec des ordres de grandeur différents, le patrimoine moyen et le patrimoine médian suivent des trajectoires similaires.

A partir de données différentes permettant de suivre les mêmes ménages au fil du temps¹³, Lollivier (2004) montre que tous les ménages se sont enrichis au cours des années 90. Cependant, cet enrichissement général peut être lié à une épargne active importante (les ménages épargnent sur leurs revenus d'activité) comme à une épargne passive importante (les ménages capitalisent leurs revenus patrimoniaux), surtout dans une période de hausse des prix des actifs financiers. Il montre alors que les ménages les plus âgés ont accumulé moins vite que les ménages les plus jeunes, ce qui suggère effectivement un comportement de « désaccumulation prudent » dans un contexte de hausse des prix sur les marchés financiers.

13. Lollivier (2004) exploite les données françaises du panel européen.

Le logement, un actif à part présent dans le patrimoine de 60 % des ménages

L'analyse de la trajectoire du patrimoine financier, le diagnostic de faible exposition au risque financier et de sous diversification ne doit pas occulter le fait que de nombreux ménages détiennent une grande partie de leur patrimoine sous la forme d'un actif risqué non financier : leur logement. Malgré une image de placement sans risque dans l'imaginaire social, le logement, qui représente souvent plus de la moitié de la richesse nette d'un ménage propriétaire, est sujet à des évolutions de prix non négligeables et relativement incertaines à l'horizon du cycle de vie.

Le logement, un actif risqué, à la fois bien de consommation nécessaire et actif patrimonial

Le logement est un actif de nature assez différente des actifs financiers que nous venons d'examiner : c'est à la fois un bien de consommation nécessaire et un actif patrimonial. Cette nature duale en fait un élément à part dans l'analyse des comportements patrimoniaux et nous oblige à considérer deux motifs de détention du logement : un motif de consommation et un motif d'investissement.

Par ailleurs, le logement présente un certain nombre de caractéristiques qui viennent encore modifier l'analyse précédemment développée : (i) il s'agit d'un bien relativement indivisible : il n'est pas possible d'ajuster marginalement cette détention ; (ii) il s'agit aussi d'un bien relativement peu liquide : les nombres de transactions sont relativement faibles par rapport au stock et deux logements ne sont qu'imparfaitement substituables ; (iii) il existe des coûts de transaction importants, aussi bien monétaires (droits de mutation, frais de notaire et frais d'agence) qu'en termes de temps passé à prospecter pour acheter ou vendre et enfin (iv), le logement est le seul actif patrimonial qu'un ménage puisse acheter à découvert.

Pour toutes ces raisons, les comportements relatifs au logement nécessitent une analyse à part.

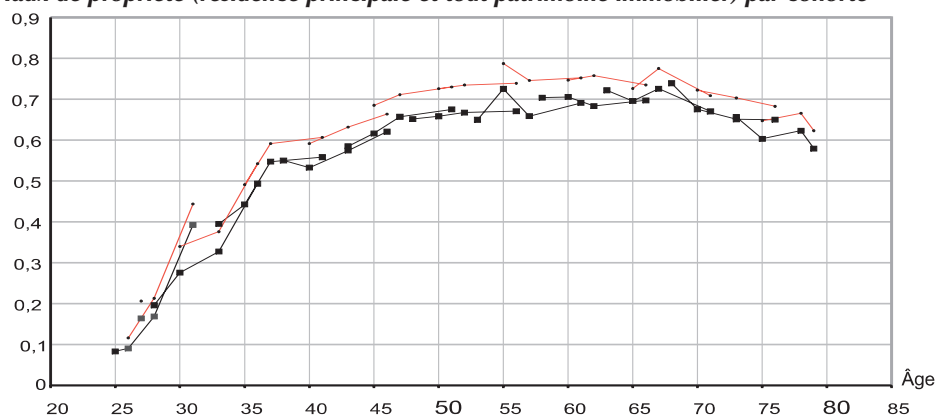
Il est d'usage d'examiner ces comportements suivant deux directions : d'une part le choix du mode de logement (propriétaire occupant ou locataire) et d'autre part la décision de mobilité non contrainte (choix d'ajuster sa consommation de logement). Les déterminants de ces deux décisions sont examinés dans l'*encadré 4*.

L'accession à la propriété occupante progresse en raison des effets de génération

Pour commencer, il est utile d'examiner l'évolution du statut d'occupation du logement par cohorte. Le *graphique 13* représente la proportion de propriétaires - et accédants - par cohorte et par âge ainsi que la détention d'au moins un bien immobilier. L'évolution du statut du logement est globalement conforme aux intuitions développées précédemment. Les cohortes de ménages deviennent progressivement majoritairement propriétaires. On n'observe cependant pas de changement de la propriété vers la location en fin de vie. La baisse du taux de propriété en fin de vie reste relativement limitée. D'autres sources permettant une exploitation sur plus longue période révèlent que l'augmentation du taux de propriétaire et accédants dans l'ensemble de la population (qui passe de moins

Graphique 13

Taux de propriété (résidence principale et tout patrimoine immobilier) par cohorte



Sources : enquêtes Détention 1996, Patrimoine 1998, Détention 2000, Patrimoine 2004.

de 50 % à la fin des années 70 à pratiquement 60 % aujourd'hui) est largement un effet de génération : les générations les plus âgées, celles qui sont nées au début du 20^{ème} siècle, étaient moins fréquemment propriétaires de leur logement.

Outre le fait qu'il peut être difficile de désaccumuler son patrimoine immobilier (faible diffusion de la vente en viager), les enquêtes auprès des ménages ne permettent pas d'identifier directement les transitions qui aboutissent soit au départ des personnes les plus âgées vers une maison de retraite, soit à leur retour chez l'un de leurs enfants par exemple¹⁴.

Enfin, le patrimoine immobilier déborde la seule question du logement. Certains ménages détiennent des logements de rapport, d'autres possèdent des résidences secondaires et des pieds à terre.

En dehors d'éventuels aspects d'assurance (vis-à-vis de l'évolution future des loyers), l'analyse de la détention d'immobilier autre que la résidence principale est assez proche de l'analyse des comportements en matière de d'investissement financier. La détention d'immobilier de rapport est même complètement analogue à celle d'un actif financier que l'on pourrait acquérir à crédit.

L'immobilier constitue le premier motif d'endettement

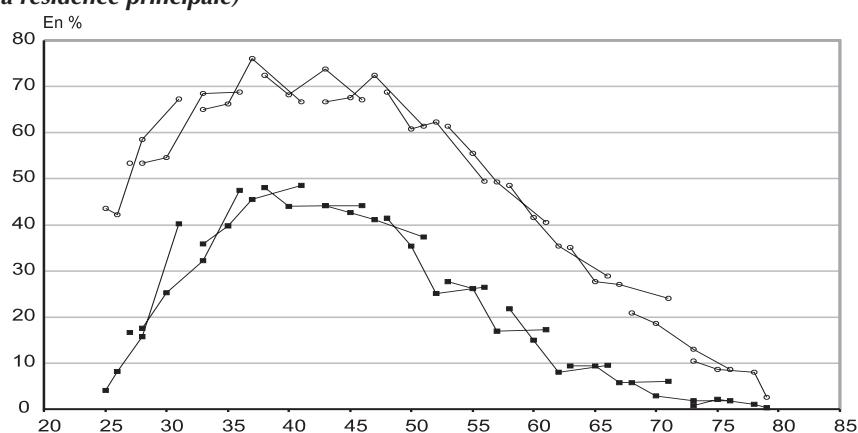
Un ménage peut avoir deux motivations pour contracter une dette. Il peut s'agir de consommer dès aujourd'hui une partie de la hausse anticipée de ses revenus (c'est ce que souhaiterait faire un ménage impatient) ou de financer l'acquisition d'un bien durable (logement mais aussi véhicule, voire équipement du logement) en étalant la dépense sur une période de temps plus longue.

14. On a un indice des phénomènes de recohabitation en observant l'âge moyen de la personne de référence du ménage dans lequel vivent les individus nés une année donnée : alors que dès l'âge de 30 ans, l'âge moyen de la personne de référence est pratiquement égal à l'âge de l'individu, on observe un décrochement pour les personnes les plus âgées.

La première motivation est généralement impossible à satisfaire : notamment pour des raisons d'asymétrie d'information, il est rarement possible d'obtenir un prêt gagé sur l'espérance de revenus futurs (avec l'exception assez marginale en France du prêt étudiant). C'est précisément l'existence de ce type de contrainte d'endettement qui est à l'origine des comportements d'épargne de précaution détaillés plus haut. De fait, les crédits contractés pour d'autres raisons qu'un investissement immobilier ou l'achat d'un bien durable sont les moins répandus (*graphique 14b*).

Graphique 14a

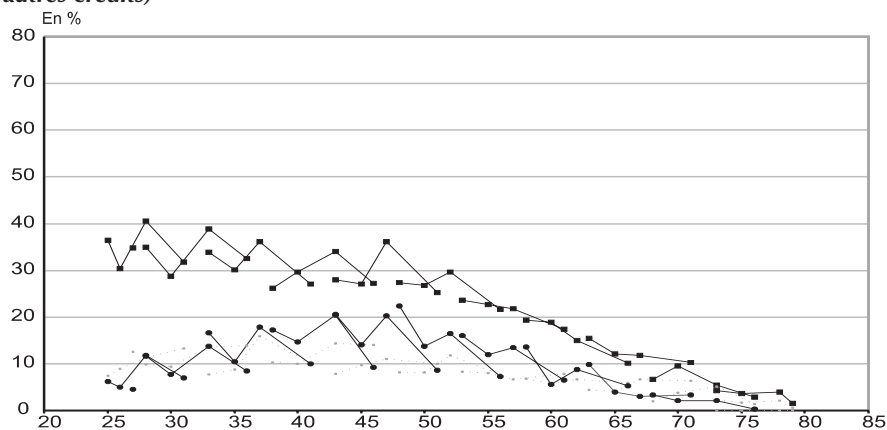
Évolution de l'endettement par cohorte (tous types de dette et dette contractée pour l'achat de la résidence principale)



Sources : enquêtes Détenition 1996, Patrimoine 1998, Détenition 2000, Patrimoine 2004.

Graphique 14b

Évolution de l'endettement par cohorte (achat de biens durables, autres achats immobiliers et autres crédits)



Sources : enquêtes Détenition 1996, Patrimoine 1998, Détenition 2000, Patrimoine 2004.

L'achat de la résidence principale est de loin le premier motif d'endettement (*graphique 14a*). En début de vie, le recours à ce type de crédit suit de très près l'accès-

sion à la propriété. Après 40 ans, les ménages commencent à avoir remboursé leur emprunt immobilier et deviennent pleinement propriétaire de leur logement.

En ce qui concerne l'achat de biens durables (véhicules et biens d'équipement), on assiste à un endettement en début de vie (en période d'équipement du ménage). D'une manière générale, les ménages endettés sont de moins en moins nombreux à partir 45 ans et pratiquement aucun ménage passé 75 ans ne détient encore une dette.

De fortes disparités patrimoniales

Au terme de ce panorama des comportements patrimoniaux¹⁵, l'enquête Patrimoine 2004 permet d'examiner la part des différents actifs détenus par âge (*graphiques 15*).

Jusqu'à 45 ans, l'essentiel du patrimoine net d'un ménage est constitué de son patrimoine immobilier, le patrimoine financier ne prenant une importance significative qu'après 50 ans. L'examen du patrimoine par quartile de richesse (richesse nette, quartile par cohorte¹⁶) révèle des trajectoires relativement similaires pour l'ensemble des ménages des deuxième, troisième et quatrième quartiles. Pour ces ménages, il existe néanmoins des écarts de niveau de richesse très importants¹⁷ : le patrimoine moyen des ménages du dernier quartile culmine à près de 65 000 euros pour les ménages nés au début des années 40, celui des ménages correspondant du deuxième quartile est cinq fois moindre). Mais la principale différence tient surtout à l'âge à partir duquel le patrimoine financier commence à être significativement accumulé : dès 40 ans pour les ménages les plus riches et après 50 ans pour les ménages du deuxième quartile.

Le patrimoine des ménages les plus pauvres, relevant du premier quartile, est bien moindre (16 000 euros en moyenne pour les ménages nés entre 1940 et 1944). L'endettement reste très important pour les ménages de 50 ans. Entre 50 et 70 ans, le patrimoine immobilier et le patrimoine financier moyens sont du même ordre de grandeur, traduisant le fait que ces ménages sont moins souvent propriétaires de leur logement.

Pour remettre ces coupes dans la perspective du cycle de vie, on se souviendra que les effets de génération estimés sur les revenus sont assez importants. Cet effet est maximum pour les générations nées entre 1940 et 1960, dont l'âge est compris entre 45 et 65 ans en 2004. Les générations plus âgées et plus jeunes sont susceptibles d'être moins riches au même âge. Ainsi, le moindre patrimoine des ménages les plus âgés peut traduire une désaccumulation mais aussi le fait que ces ménages auront été plus pauvres sur l'ensemble de leur vie. □

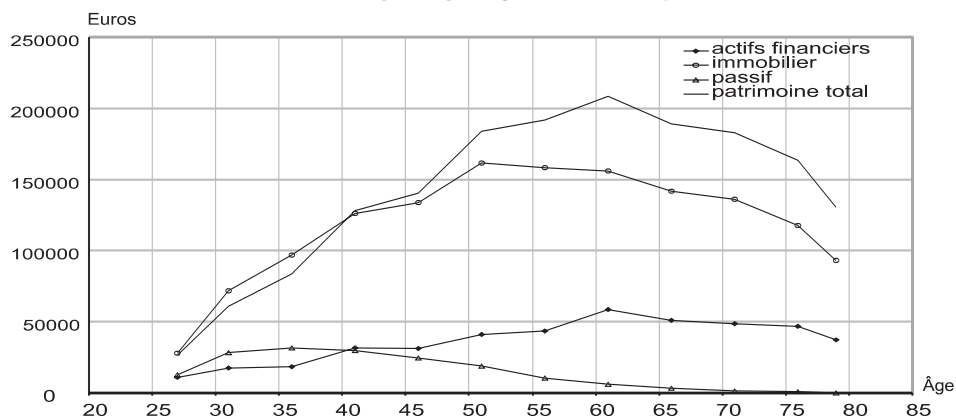
15. L'analyse ne prend pas en compte le patrimoine professionnel exploité ou non, qui ne concerne qu'une minorité de ménages, mais dont l'importance ne peut être négligée à l'échelle macroéconomique.

16. L'examen de quartile par cohorte consiste à faire l'hypothèse que l'essentiel des ménages d'un même quartile à un âge donné se retrouve dans le quartile correspondant à tout âge. Cette hypothèse revient à négliger au premier ordre la mobilité au sein de la distribution au cours de la vie.

17. Les différences de revenus sont amplifiées lorsque l'on considère les montants de patrimoine détenus : en supposant des comportements d'épargne identiques, si les revenus sont dans des rapports de l'ordre de 1 à 2, les patrimoines pourront facilement être dans des rapports de 1 à 15 et de 1 à 20 à l'approche de la retraite.

Graphique 15a

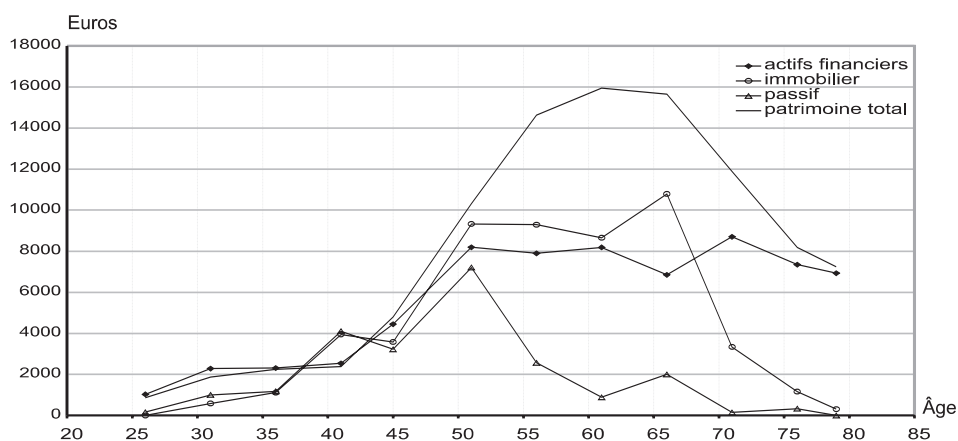
Patrimoine financier, immobilier et passif par âge en 2004 (moyenne)



Source : enquête Patrimoine 2004.

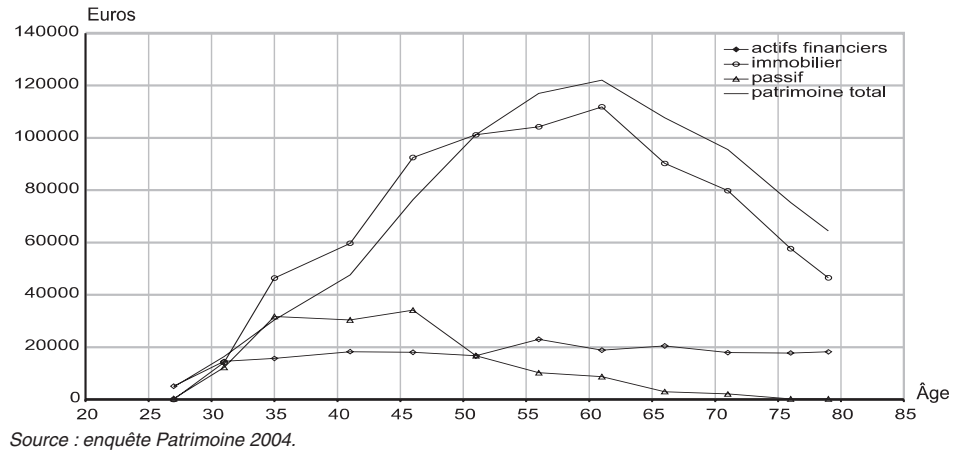
Graphique 15b

Patrimoine financier, immobilier et passif par âge en 2004
(moyenne, ménages du premier quartile de la distribution)

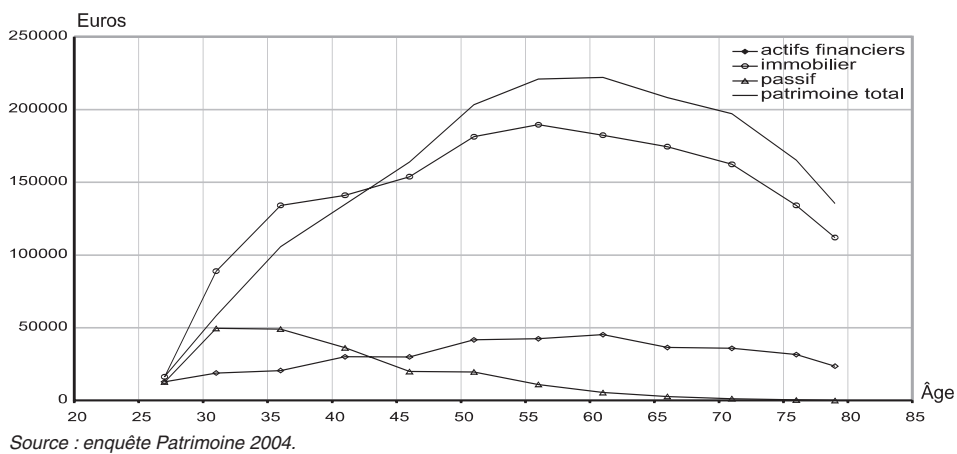


Source : enquête Patrimoine 2004.

Graphique 15c
Patrimoine financier, immobilier et passif par âge en 2004
 (moyenne, ménages du deuxième quartile de la distribution)

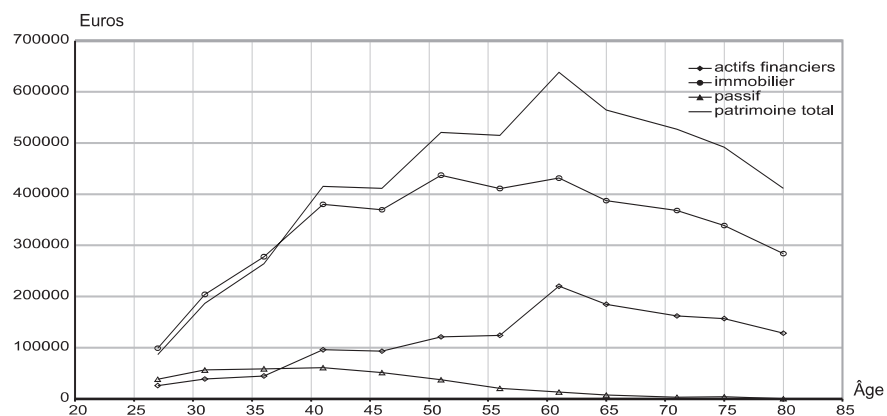


Graphique 15d
Patrimoine financier, immobilier et passif par âge en 2004
 (moyenne, ménages du troisième quartile de la distribution)



Graphique 15e

Patrimoine financier, immobilier et passif par âge en 2004
(moyenne, ménages du dernier quartile de la distribution)



Source : enquête Patrimoine 2004.

Bibliographie

- M. Aguiar et E. Hurst, 2005, Consumption vs. Expenditure, *Journal of Political Economy*, 113 (5), pp. 919-948.
- L. Arrondel et A. Masson, 2002, Stockholding in France, in *Stockholding in Europe* (Luigi Guiso, Michael Haliassos et Tullio Jappelli, ed., New-York, Palgrave Macmillan).
- M. Bertrand, D. Karlin, S. Mullainathan, E. Shafir et J. Zinman, 2005, "What's Psychology Worth ? A Field Experiment in the Consumer Credit Market" NBER working paper n. w11892.
- M. Bodier, 1999, "Les effets d'âge et de génération sur le niveau et la structure. de la consommation", *Economie et Statistique*, n° 324-325, pp. 163-178.
- A. Börsch-Supan (ed.), 2003, *Life-Cycle Savings and Public Policy. A Cross-National Study of Six Countries* (New-York, Academic Press).
- M. Browning et A. Lusardi, 1996, «Household Saving : Micro Theories and Micro Facts» *Journal of Economic Literature*, December 1996, vol. 34, pp. 1797-1855.
- J. Campbell, 2006, «Household Finance», *Journal of Finance*, à paraître.
- C. Carroll, 1997, "Buffer-Stock Saving and the Life Cycle/Permanent Income Hypothesis", *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), pp. 1-56.
- A. Deaton, 1991, "Saving and Liquidity Constraints" *Econometrica*, 59(5), pp. 1221-1248.
- A. Deaton, 2005, «Measuring Poverty in a Growing World (or Measuring Growth in a Poor World)», *Review of Economic Statistics*, 87(1), pp1-19.
- A. Deaton et C. Paxson, 1994, «Saving, Growth, and Aging in Taiwan» in *Studies in the Economics of Aging* (D. Wise, ed., Chicago, University of Chicago Press).
- M. Friedman, 1957, *A Theory of the Consumption Function* (Princeton, Princeton University Press).
- C. Gollier, 2001, "What Does Theory Have to Say about Household Portfolio Choice?", in *Household Portfolios* (Luigi Guiso, Michael Haliassos et Tullio Jappelli, ed., Cambridge, MIT Press).
- M. Gomes et A. Michaelides, 2003, "Portfolio Choice and Liquidity Constraints" *International Economic Review*, 44(1), pp. 143-177.
- M. Gomes et A. Michaelides, 2005, «Optimal Life-Cycle Asset Allocation: Understanding the Empirical Evidence», *Journal of Finance*, 60(2), pp. 869-904.
- S. Grossman et G. Laroque, 1990.
- L. Guiso, M. Haliassos et T. Jappelli (ed.), 2001, *Household Portfolios* (Cambridge, MIT Press).
- L. Guiso, M. Haliassos et T. Jappelli (ed.), 2003, *Stockholding in Europe* (New-York, Palgrave Macmillan).

- M. Haliassos et A. Michaelides, 2001, "Calibration and Computation of Household Portfolio Models", in *Household Portfolios* (Luigi Guiso, Michael Haliassos et Tullio Jappelli, ed., Cambridge, MIT Press).
- D. Laibson, 1997, "Golden Eggs and Hyperbolic Discounting," *Quarterly Journal of Economics*, 62 (2), pp. 443-477.
- C. Loisy, 1999, "L'épargne des ménages de 1984 à 1995 : disparité et diversité", *Economie et Statistique*, n° 324-325, pp. 113-133.
- S. Lollivier, 2004, "Dynamics of individual wealth accumulation", *Economica*, 71(4), pp. 589-618.
- R. Merton, 1969, "Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: the Continuous Time Case", *Review of Economic Studies*, 51(3), pp. 247-257.
- F. Modigliani et R. Brumberg, 1954, "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data," in *Post-Keynesian Economics*, (K. Kurihara, ed., New Brunswick, Rutgers University Press).
- F. Modigliani et R. Brumberg, 1980, "Utility Analysis and Aggregate Consumption Functions: An Attempt at Integration," in *The Collected Papers of Franco Modigliani: Volume 2, The Life Cycle Hypothesis of Saving*, (Cambridge, MIT Press).
- J. Mossin, 1968, "Optimal Multiperiod Portfolio Policies", *Journal of Business*, 41(2), 215-229.
- S. Mullainathan et R. Thaler, 2000, "Behavioral Economics" *International Encyclopedia of Social Sciences*, pp. 1094-1100.
- M. Paiella, 2001, "Limited Financial Market Participation: A Transaction Cost-Based Explanation", IFS Working Paper n. 01/06.
- M. Paiella, 2006, "The Foregone Gains of Incomplete Portfolios", *CSEF Working Papers*, n. 156.
- J. Poterba (ed.), 1994, *Public Policies and Household Saving* (Chicago, University of Chicago Press).
- P. Samuelson, 1969, "Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming", *Review of Economic Studies*, 51(3), 239-246.
- Tobin, 1958, "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk", *Review of Economic Studies*, 25(2), 65-86.