

L'accumulation patrimoniale des ménages

Un essai d'appréciation de 1959 à 1984

Michel Boutillier,

Chargé d'études au département d'économétrie de l'OFCE

Françoise Charpin,

*Assistante à l'université de Paris X,
Conseiller scientifique à l'OFCE*

Faute d'information chiffrée, l'analyse économique a systématiquement privilégié les flux et négligé les stocks. Il existe maintenant des comptes de patrimoine à partir de l'année 1970 pour les agents de la comptabilité nationale. Celui des ménages, moins difficile à évaluer, peut faire l'objet d'une rétopolation. On propose dans cet article une étude de l'accumulation patrimoniale des ménages sur longue période.

La première partie présente l'évolution de la composition du patrimoine depuis le XIX^e siècle, et plus particulièrement, à partir de 1959. On observe depuis cette date une stabilité du partage entre actifs réels et financiers, mais une sensibilité du partage entre les divers actifs financiers aux réformes des instruments de placement et aux taux d'intérêt. La seconde partie relie le rythme de l'accumulation patrimoniale à des facteurs économiques, à savoir la croissance du revenu réel et l'inflation, qui permettent d'expliquer la baisse du taux d'épargne au cours des dix dernières années. Il apparaît que si la rémunération de l'épargne et sa fiscalité exercent une influence sur son orientation, elles ne déterminent ni le niveau du patrimoine, ni le taux d'épargne. En annexe on définit et précise quel patrimoine a été retenu. Il diffère un peu de celui des comptes de patrimoine de l'INSEE, dont on donne une brève description.

Depuis longtemps, les Pouvoirs publics cherchent à agir sur l'épargne des ménages. En témoignent encore le rapport Dautresme [1], ainsi que diverses mesures récemment adoptées et le développement des innovations financières. Cependant que peut-on attendre d'une politique d'encouragement de l'épargne ? Est-ce une incitation à épargner davantage ou bien seulement une réorientation des emplois de l'épargne ? Pour répondre à ces questions, une analyse de l'évolution de l'épargne et de sa structure est insuffisante. Il faut la compléter par l'examen, sur longue période, de la composition du patrimoine et des rythmes d'accumulation de ses composantes. L'analyse, essentiellement

descriptive et historique, n'a pas de prétention théorique. Les chiffres avancés permettent de dégager les caractéristiques essentielles de l'accumulation du patrimoine, en distinguant les facteurs institutionnels des facteurs économiques.

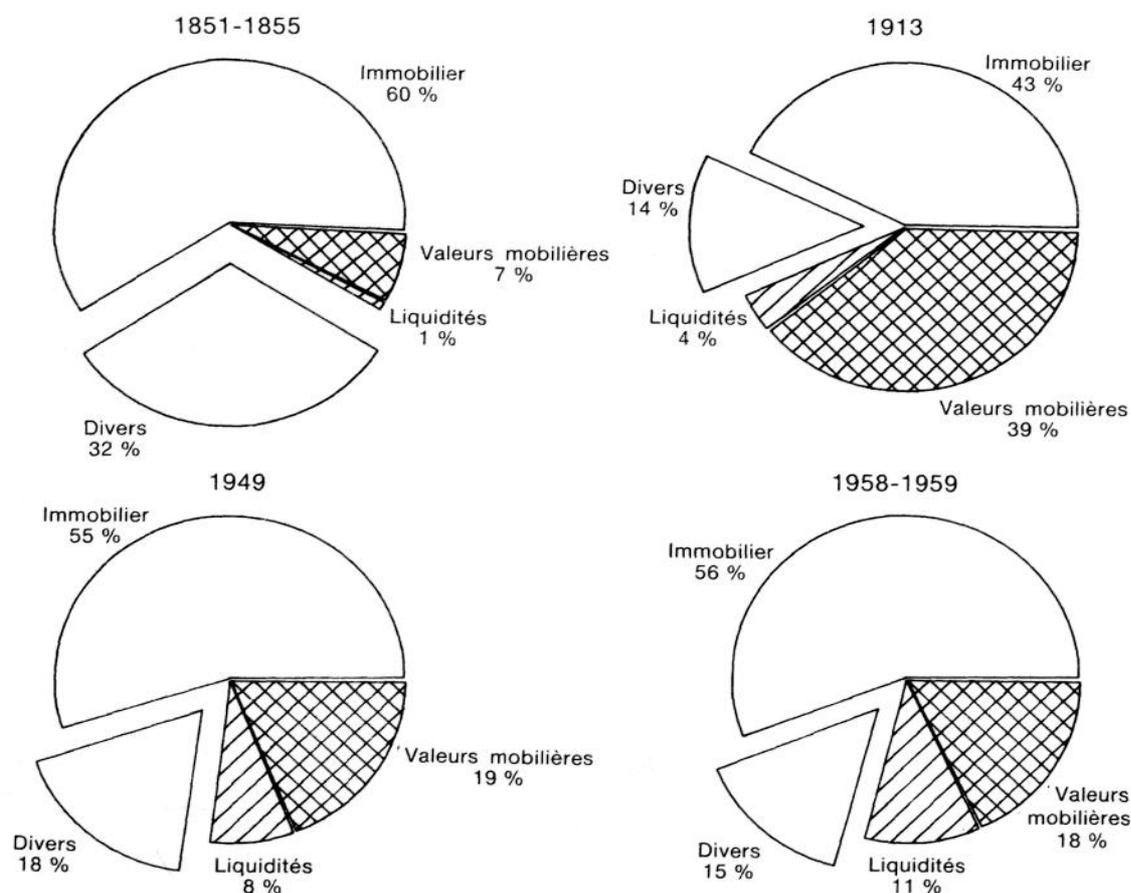
Le patrimoine des ménages aux XIX^e et XX^e siècles

Avant d'aborder la période étudiée (1959-1984), il est intéressant de donner pour les décennies la précédant un bref aperçu s'inspirant des travaux de C.A. Michalet.

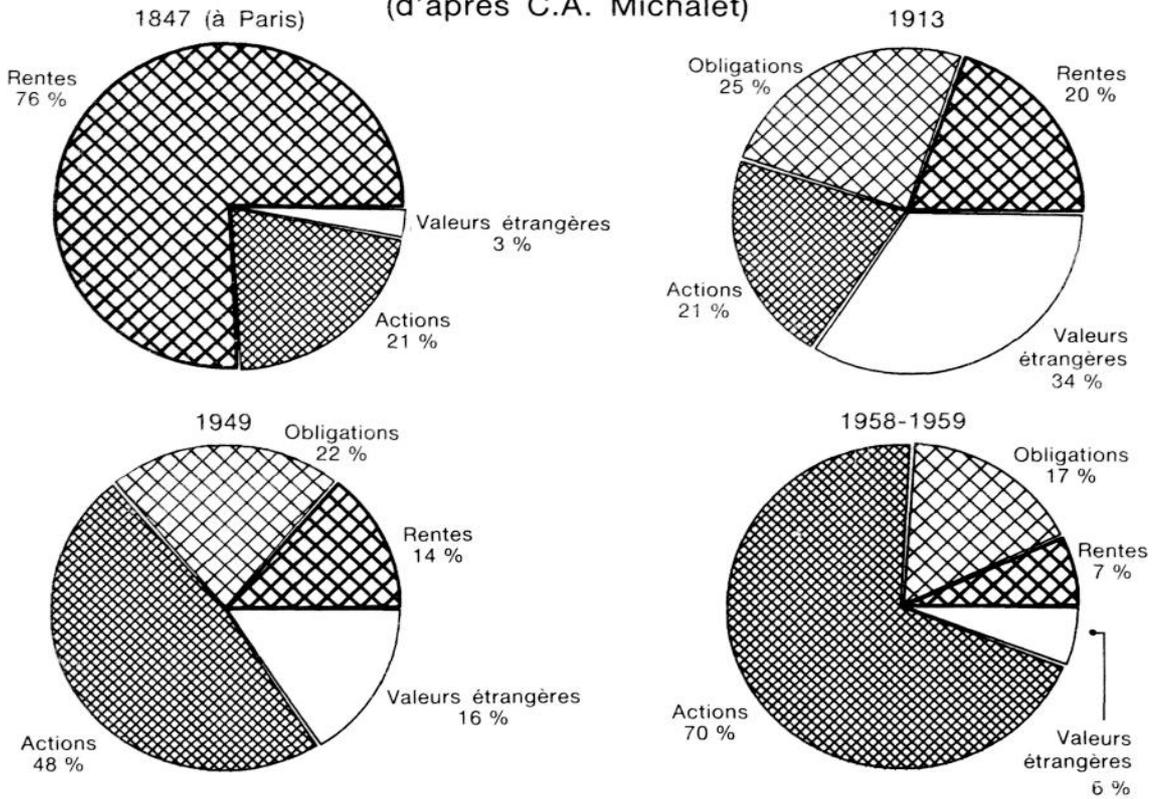
Du début du XIX^e siècle à la fin des années cinquante

Les graphiques 1 et 2 figurent la structure du patrimoine et celle du portefeuille de titres à diverses époques.

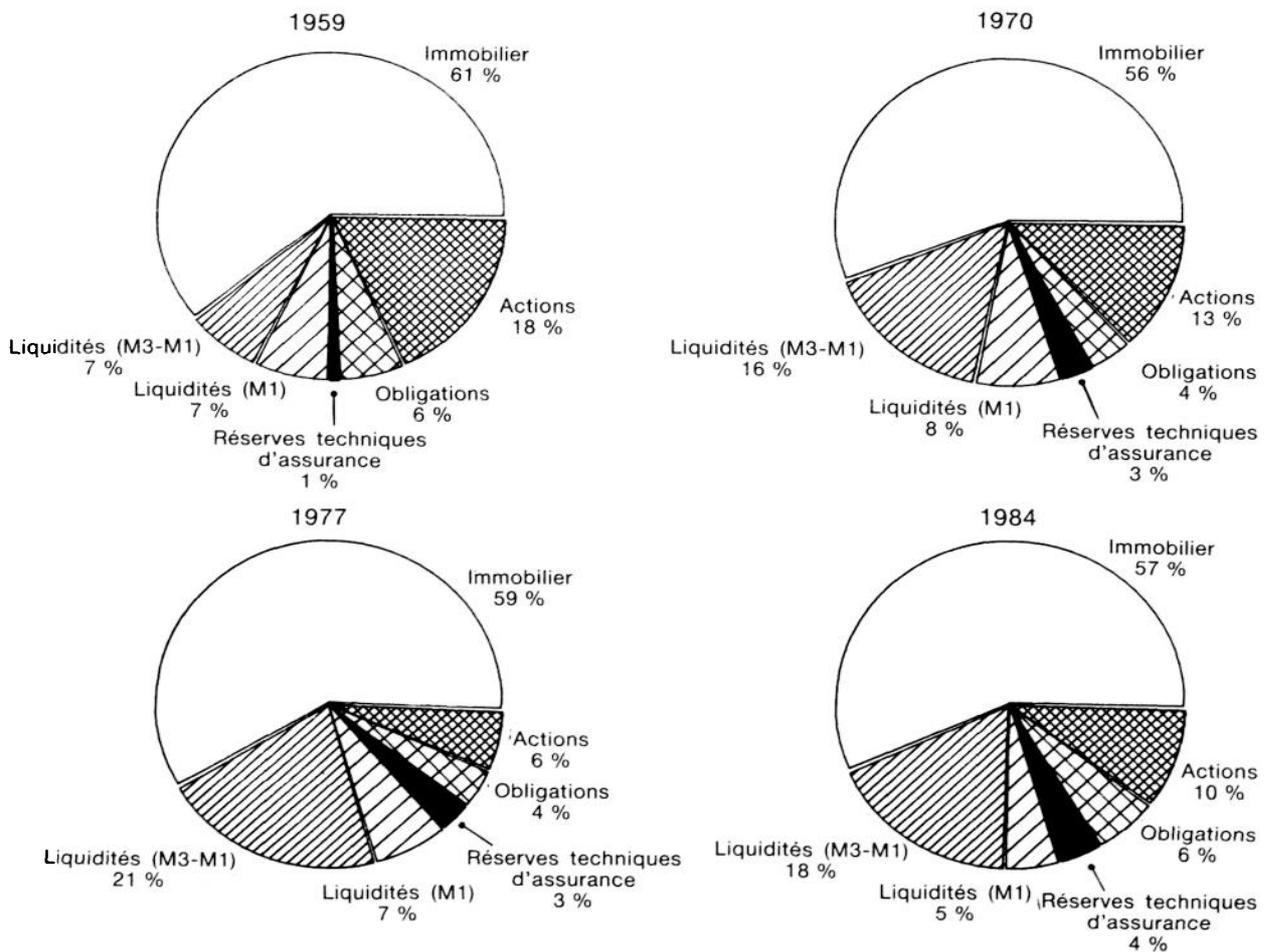
1. Evolution de la structure du patrimoine (d'après C.A. Michalet)



2. Evolution de la structure du portefeuille de titres
(d'après C.A. Michalet)



3. Evolution de la structure du patrimoine



Dans la première moitié du XIX^e siècle les actifs réels ont prédominé dans la fortune des épargnants français. Ils constituaient environ trois cinquièmes du patrimoine. A leurs côtés figuraient, de façon non négligeable, des créances sur les particuliers (avant tout des créances hypothécaires, donc gagées sur des actifs réels). Parmi les valeurs mobilières la préférence allait aux rentes d'Etat, qui présentaient les plus fortes garanties, notamment de solvabilité de l'emprunteur, à l'image des placements immobiliers ou des créances hypothécaires.

Dès le milieu du XIX^e siècle une évolution s'est dessinée en faveur des valeurs mobilières, qui s'est poursuivie pendant la III^e République. La prédominance des titres s'est accompagnée de leur diversification : les rentes sur l'Etat français ont perdu leur traditionnelle primauté au profit des obligations et des actions françaises et plus encore des titres étrangers, notamment les emprunts russes et les obligations des chemins de fer austro-hongrois.

A la veille de la première guerre mondiale le patrimoine se partageait de façon à peu près égale entre les immeubles et les titres, en grande partie des valeurs étrangères. En outre les placements liquides ont commencé à apparaître de façon significative, grâce à l'essor du secteur bancaire et des caisses d'épargne ⁽¹⁾.

Après les deux guerres mondiales, suivies de flambées inflationnistes et de la suspension partielle ou totale des paiements des débiteurs étrangers, il y eût désaffection à l'égard des valeurs à revenu fixe et des valeurs étrangères. En conséquence la percée des actions françaises à revenu variable, esquissée avant le premier conflit mondial, s'est poursuivie. Pendant l'entre-deux-guerres elles sont devenues l'actif mobilier le plus important au détriment des obligations, pour représenter finalement plus de la moitié des titres de la fortune privée après la seconde guerre mondiale. Il y eût simultanément développement des encaisses liquides (10 % environ de la fortune des ménages à la Libération). Dans le même temps on assista au grand retour de l'immobilier, probablement encouragé par les reconstructions qui ont suivi les guerres.

Sous la IV^e République il y eût stabilité et primauté des actifs immobiliers, décline de la part des valeurs mobilières (avec une forte diminution des titres de rente, une marginalisation des valeurs étrangères et une prédominance des actions). Les liquidités (notamment les placements quasi-monétaires) prirent une importance croissante.

De 1959 à 1984

Le graphique 3 indique la composition du patrimoine à diverses dates selon nos estimations. Pour 1959 la comparaison avec les graphiques 1 et 2 est délicate, puisque d'une part les estimations portant sur

(1) La Banque de France existe depuis 1800 et les caisses d'épargne depuis 1818 mais le Crédit lyonnais a été fondé en 1863 et la Caisse d'épargne postale (ou Caisse nationale d'épargne) en 1881.

le patrimoine sont toujours fragiles⁽²⁾ et que d'autre part le champ couvert par nos estimations et par celles de C.-A. Michalet ne sont pas les mêmes. Nous excluons les actifs des entrepreneurs individuels et les « autres actifs mobiliers non monétaires », c'est-à-dire les biens durables, l'or... Néanmoins, les compositions du patrimoine en 1959 présentent des caractéristiques voisines :

- les actifs immobiliers sont prépondérants (plus de 50 %) ;
- le rapport avoirs liquides sur titres vaut environ 60 % dans les deux cas ;
- les titres se composent d'un quart d'obligations et de trois quarts d'actions.

Le graphique 3 montre la stabilité de l'actif physique, la lente progression des contrats d'assurance, mais surtout illustre la variété des situations en matière de composition de l'actif financier. C'est pourquoi nous allons décrire plus précisément les modifications de la composition de l'actif financier (graphiques 4 et 5) et les réformes qui ont pu les provoquer.

Les caractéristiques essentielles de l'évolution ont été :

- le recul des disponibilités monétaires après 1965, au profit des placements liquides et à court terme ;
- la croissance des liquidités jusqu'en 1977, puis leur baisse au profit de placements longs et plus risqués ;
- la diminution des titres, puis leur lente remontée depuis 1978 ; le reflux a surtout été spectaculaire pour les actions dont la part dans l'actif financier est passée de 45 % en 1961 (maximum historique) à 15 % en 1977 ; après cette date, la part des titres progresse au détriment des liquidités, sans retrouver toutefois le niveau du début de période.

Les deux retournements, 1966 et 1978, correspondent précisément à la mise en œuvre de séries de réformes que nous allons décrire.

La réorientation de l'épargne sous l'effet des réformes

Les réformes de 1965 à 1967

Ces réformes avaient pour objectif de freiner le développement trop rapide des disponibilités monétaires depuis la Libération, en incitant les ménages à réorienter leur épargne vers des emplois plus stables que les billets ou même les dépôts à vue. Elles se proposaient de favoriser à la fois les placements liquides ou à court terme et les placements longs par des mesures fiscales et réglementaires. Leur impact a été très

(2) Notamment pour les encours de valeurs mobilières et le patrimoine immobilier.

inégal : elles ont effectivement contribué à canaliser vers la quasi-monnaie le désir de liquidité des ménages, mais elles n'ont pas conduit à un renouveau durable de la demande de titres.

Pour orienter les liquidités vers la quasi-monnaie les Pouvoirs publics ont largement utilisé le dynamisme des banques, stimulé par la réforme de la profession en 1967 et par la liberté d'ouverture des guichets accordée la même année. Leur agressivité commerciale, concrétisée par le doublement de leurs guichets (4 483 en 1966 et 9 645 en 1977), a augmenté notablement leur part de collecte des placements liquides (28 % en 1965 et 54 % en 1977). Elles ont assumé un rôle moteur dans le développement de ces placements.

L'homogénéisation de la fiscalité des placements liquides : la loi de finances pour 1966

Aux termes de cette loi les personnes physiques procédant à des placements à revenu fixe pouvaient opter pour leur assujettissement à un prélèvement forfaitaire de 25 %, libératoire de l'impôt sur le revenu. Cette option a concerné les obligations, les bons de caisse, les dépôts à terme, les comptes sur livret des banques et les livrets B des caisses d'épargne, tandis que les bons du Trésor et ceux de la Caisse nationale de crédit agricole faisaient obligatoirement l'objet de ce prélèvement. Les livrets A des caisses d'épargne et l'épargne-logement demeuraient exonérés de tout impôt. Ainsi un régime fiscal à peu près uniforme a été substitué à des modalités disparates de taxation et d'exonération ⁽³⁾.

L'harmonisation des produits financiers et des taux de rendement entre les banques et le secteur public (caisses d'épargne, Trésor public)

En ce qui concerne les produits financiers, les modifications et créations suivantes interviennent en 1965 :

— l'épargne-crédit, qui existait seulement dans les caisses d'épargne, est transformée en comptes d'épargne-logement ; ces comptes peuvent être ouverts également dans les banques, aux mêmes conditions ;

— les comptes spéciaux des banques deviennent des comptes sur livret, dont le plafond est porté à 30 000 F ;

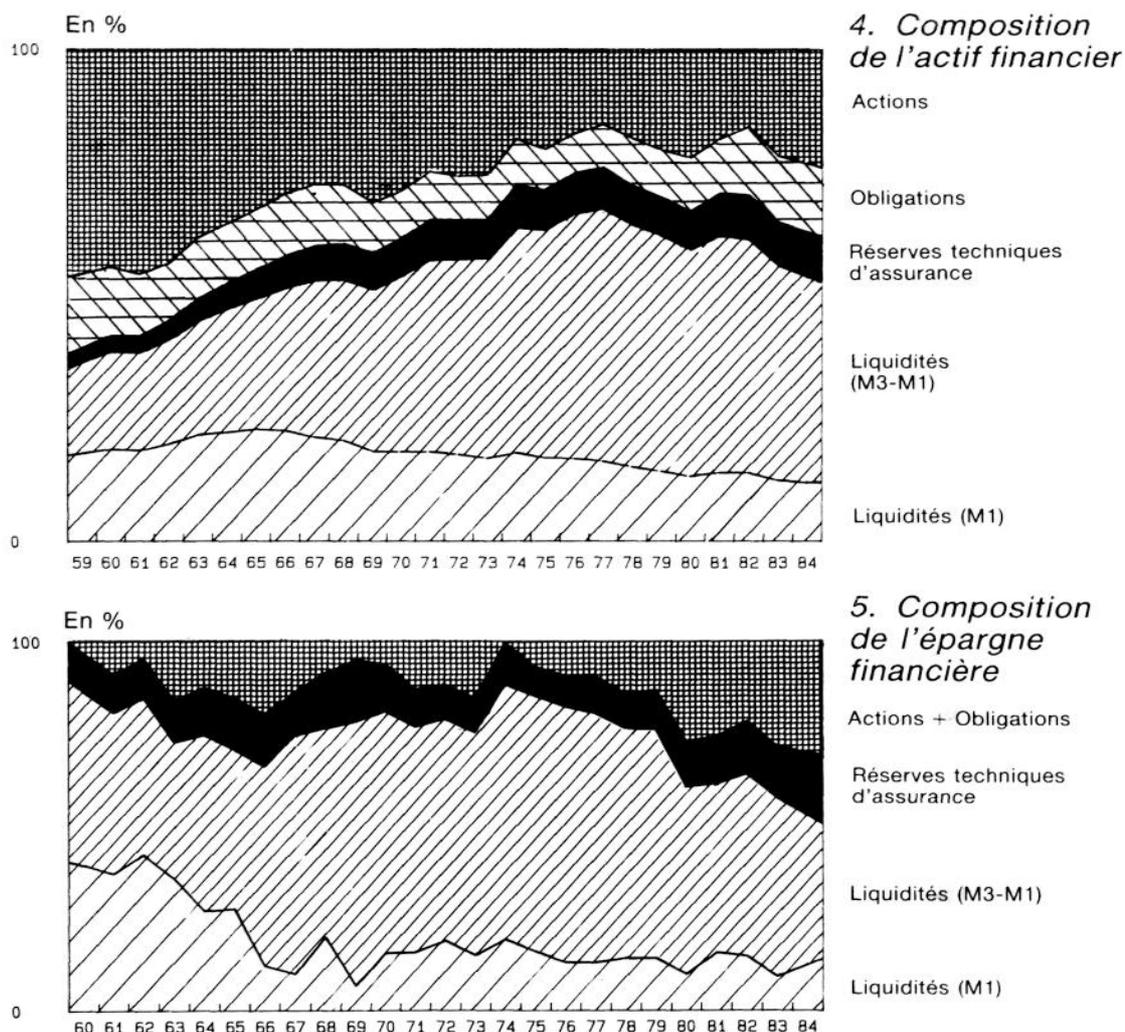
— le livret B des caisses d'épargne est créé et son plafond est fixé à 15 000 F. Le livret défiscalisé devient le livret A, qui conserve son plafond de 15 000 F.

En 1967 les plafonds des livrets fiscalisés sont supprimés.

En ce qui concerne les rendements, l'harmonisation a porté sur :

— le rendement du livret bancaire, qui a été augmenté en 1965, pour devenir égal à celui des livrets des caisses d'épargne ;

(3) Cependant, afin de conserver le rendement réel des bons du Trésor et de la CNCA, qui étaient auparavant exonérés, leur rendement brut a été majoré du tiers.



— les taux bruts des dépôts à terme et bons de caisse des banques, qui deviennent identiques à ceux des bons du Trésor et de la CNCA (mesures de décembre 1965 et de mars 1966).

Enfin il y eût la libération des comptes à terme d'une durée égale ou supérieure à six ans au printemps 1965, et celle des comptes d'un montant minimum de 500 000 F ⁽⁴⁾, et d'une durée comprise entre six et trente mois, au printemps 1966. Par ailleurs la loi du 1^{er} juillet 1967 a interdit la rémunération des comptes à vue.

La modification de la fiscalité des valeurs mobilières

Un certain nombre de mesures, encore en vigueur aujourd'hui, ont été prises. Il s'agit de :

- la suppression en 1965 de la taxe complémentaire sur les revenus des actions et des obligations ;
- l'institution en 1966 de l'option d'un prélèvement libératoire de 25 % sur les intérêts des obligations ;

(4) Abaissé progressivement pour atteindre 100 000 F en 1969.

- l'exonération d'impôt accordée en 1965 aux revenus des obligations n'excédant pas 500 F (5 000 F actuellement) ;
- la suppression de la retenue à la source sur les dividendes, comptée comme crédit d'impôt ⁽⁵⁾ ;
- l'institution du système de l'avoir fiscal à partir de 1966. La simple application de cette disposition fait croître le revenu des actions avant impôt de 50 %.

L'impact des réformes de 1965-1967 se voit clairement sur le graphique 4 et, plus particulièrement, sur le graphique 5 qui donne l'évolution de la composition de l'épargne. L'analyse des flux permet de déceler plus facilement les effets instantanés de la politique menée. Ainsi voit-on clairement après 1965 le recul de la monnaie au profit de la quasi-monnaie. Tandis qu'elle représentait avant cette date environ 40 % de l'épargne financière, sa part sera ensuite inférieure à 20 %. Elle est actuellement de l'ordre de 15 %.

La réforme concernant la fiscalité des valeurs mobilières n'a eu quelque effet qu'à très court terme, où on observe une légère augmentation de la part des titres, notamment des obligations. Pour qu'elle joue pleinement son rôle, il faudra qu'elle se combine avec la loi « Monory ».

Les réformes de 1978 à 1983

Les mesures en faveur des actions

Principalement orientées vers les actions, les premières SICAV remontent à 1964. Leur développement, très progressif jusqu'aux années soixante-dix, s'est ralenti ensuite sous l'effet des crises boursières (1970-1974) et de la faiblesse des rendements. Plus que l'abattement sur les revenus des actions, institué par la loi de finances pour 1977, c'est la loi du 13 juillet 1978 (ou loi « Monory ») qui a redonné un coup de fouet au marché (secondaire) des actions et aux SICAV. Cette loi permet en effet de déduire du revenu imposable les investissements nets en actions françaises ou en parts de SICAV dont au moins 60 % du portefeuille est composé d'actions françaises.

Ces SICAV « Monory » ont non seulement permis la fin de la morosité de la Bourse de Paris et la remontée de l'indice des cours des valeurs à revenu variable ⁽⁶⁾, mais surtout, elles ont élargi la population des actionnaires en jouant un rôle « pédagogique », d'initiation des particuliers aux mécanismes financiers. Elles ont en effet eu un indéniable effet d'entraînement vers les autres SICAV (et FCP) et vers les valeurs mobilières. De ce fait on a observé un rajeunissement des

(5) Cette retenue à la source de 24 % jusqu'en 1965, a d'abord été diminuée de moitié en 1966, puis supprimée totalement en 1967.

(6) Avec, il est vrai, l'issue des élections législatives de mars 1978.

détenteurs de titres et une pénétration du placement en valeurs mobilières dans des couches de population élargies ⁽⁷⁾ (salariés, artisans et petits commerçants notamment). Les ménages apprécient donc particulièrement ces placements qui, par leur simplicité, leur souplesse et leur sécurité, rappellent les placements liquides. Mais cette extension modifie profondément l'intermédiation financière traditionnelle. Ainsi en 1984, la Caisse des dépôts et consignations a collecté presque autant d'épargne par ses SICAV et FCP que par ses livrets, pourtant défiscalisés.

Ce fort développement des achats d'actions et de parts de SICAV « Monory » s'est prolongé après 1981, le gouvernement socialiste n'étant pas revenu sur l'avoir fiscal et ayant conservé le dispositif de la loi « Monory » sous la forme du compte d'épargne en actions (CEA). Cependant il s'est toujours situé en deçà du très fort accroissement des achats d'obligations et de parts de SICAV spécialisées en obligations.

Les mesures en faveur des obligations

Il n'y a pas eu de mesures fiscales nouvelles spécifiques aux obligations. Cependant, à partir de 1978, elles ont bénéficié des facteurs suivants :

— l'apprentissage induit par les SICAV « Monory », dont nous venons de traiter ;

— la fiscalité défavorable aux placements liquides, notamment dépôts à terme et bons de caisse, dont il sera question plus loin ;

— la politique de recours accru et régulier au marché obligataire pour financer les importants déficits publics, qui a été adoptée à partir de 1978, les émissions d'obligations d'Etat exerçant traditionnellement un fort attrait sur les épargnants sensibles à la sécurité de ce placement ;

— et enfin, provoquée en partie par la politique précédente, la hausse des taux d'intérêt réels sur le marché obligataire ; à partir de 1981, ces taux sont devenus durablement positifs et sont maintenant de l'ordre de 5 %.

Ainsi le marché a-t-il pu directement ou à travers les SICAV (spécialisées en obligations, notamment « court terme ») absorber les énormes quantités d'obligations émises au cours des dernières années.

Les mesures concernant les placements liquides

La loi « Monory » a également découragé la détention d'actifs liquides en élevant le prélèvement libératoire qui leur est appliqué de

(7) Selon l'enquête sur la clientèle-titres effectuée par la Banque de France [6], les ménages détiendraient presque le quart de leur portefeuille de titres sous forme de parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières à la fin de 1983. Cette proportion atteindrait le tiers chez les « nouvelles » catégories d'épargnants : cadres moyens, petits commerçants...

33 1/3 à 40 %⁽⁸⁾. La loi de finances pour 1983 a encore augmenté ces taux. Par ailleurs une mesure de septembre 1981 a défavorisé les dépôts à terme et les bons de caisse en relevant le plancher de rémunération libre à 500 000 F (contre 100 000 F jusque-là).

A l'inverse la mise en place du livret d'épargne populaire le 1^{er} juillet 1982 et du compte pour le développement industriel (CODEVI) le 3 octobre 1983 a favorisé les placements liquides. Ces comptes, dont l'ouverture est possible dans les banques comme dans les caisses d'épargne, sont défiscalisés, mais soumis à un plafond.

Les graphiques 4 et 5 montrent la part croissante depuis 1978 des placements longs ou à risque, au détriment des liquidités. Ces dernières absorbaient 60 à 70 % de l'épargne de 1967 à 1978, et seulement moins de 50 % depuis. Récemment leur baisse a été freinée par l'introduction du CODEVI et la reprise de l'épargne-logement. L'impact des réformes intervenues depuis 1978, apprécié sur une période assez longue, a donc été important.

L'évolution des taux et leur hiérarchie

Le tableau 1 recense les placements financiers existant en 1960, 1970 et 1984 ainsi que leurs rendements avant et après fiscalité. Les calculs sont faits en choisissant le mode d'imposition le plus favorable aux revenus les plus élevés (tranche supérieure du barème de l'impôt).

Il montre la diversification croissante des possibilités de placement financier. Il souligne l'importance de la prise en compte de la fiscalité pour déterminer la hiérarchie des rendements des divers placements.

Une estimation économétrique du partage liquidités-titres

L'évolution de la composition de l'actif financier des ménages est largement conditionnée par la politique menée en matière d'épargne. Dès lors il semble difficile d'expliquer cette évolution par une analyse économétrique. Cependant, les réformes incitant les épargnants à choisir tel placement plutôt qu'un autre consistent, en particulier, à proposer une rémunération plus importante pour certains produits. C'est pourquoi il n'est pas impossible de procéder à une analyse économétrique. Notre ambition s'est limitée à expliquer le partage de l'actif financier entre titres et liquidités.

On considère que les ménages ont effectué le partage de leur revenu entre la consommation et l'épargne ; la consommation est prise au sens large, c'est-à-dire que l'investissement en logement et l'endettement lié aux décisions d'achat (de biens durables comme de logements) ont été déterminés.

(8) Il faut noter que la loi de finances rectificative de 1979 substitue à ces 40 %, 42 % pour les bons anonymes et seulement 38 % pour les placements nominatifs.

1. Principaux taux de rémunération des placements financiers des ménages (taux annuels en pourcentage)

- Taux nominaux pour les dépôts à vue, les comptes sur livrets et d'épargne-logement.
— Taux actuariels pour les autres placements

	Décembre 1960		Décembre 1970		Décembre 1984	
	Brut	Après application des dispositions fiscales ⁽¹⁾	Brut	Après application des dispositions fiscales ⁽¹⁾	Brut	Après application des dispositions fiscales ⁽¹⁾
1) Taux réglementés :						
— Dépôts à vue (rémunération maximale)	1,25	1,25 ou 0,44 ⁽²⁾	0	0	0	0
— Premier livret des caisses d'épargne (ordinaires)	3,25	3,25	4,25	4,25	6,50	6,50
— Livret d'épargne populaire	—	—	—	—	7,50	7,50
— Compte pour le développement industriel	—	—	—	—	6,50	6,50
— Livret supplémentaire des caisses d'épargne et comptes sur livrets dans les banques	2,75 ⁽⁴⁾	0,96 ⁽⁴⁾	4,25	3,19	6,50	3,51
— Bons de caisse anonymes (rémunération réglementée maximale)	4,375	2,19	5,00	3,75	7,34	3,56
— Bons anonymes à intérêt progressif d'une durée maximale de 5 ans ou à 5 ans	4,75	4,75	7 1/3	5,50	12,00	6,55
— Epargne-logement :						
— Comptes	2,00	2,00	2,5	2,5	3,25	3,25
— Plans	—	—	4,00	4,00	9,00	9,00
2) Taux déterminés par les conditions du marché :						
— Bons de caisse anonymes (rémunération libre ; moyenne du taux du marché au jour le jour)	—	—	7,46	5,60	10,95	5,37
— Taux de rendement en Bourse des obligations du secteur privé	7,15	2,50	8,81	8,81 ou 6,61 ⁽²⁾	12,94	12,94 ou 9,58 ⁽²⁾
— Taux de rendement en Bourse des obligations du secteur public	5,99	2,10	8,26	8,26 ou 6,20 ⁽²⁾	12,70	12,70 ou 9,40 ⁽²⁾
— Taux de rendement en Bourse des actions	2,31	0,81	2,98 (4,47) ⁽³⁾	1,65	3,25 (4,88) ⁽³⁾	4,88 ou 1,71 ⁽²⁾
3) Ecart entre :						
— Obligations du secteur public et bons de caisse anonymes (rémunération maximale, libre ou réglementée)	1,615	— 0,09	0,80	2,66 ou 0,60	1,75	7,57 ou 4,21
— Obligations du secteur public et comptes sur livrets dans les banques	3,24	1,14	4,01	5,07 ou 3,01	6,20	9,19 ou 5,89
— Obligations du secteur public et bons anonymes à 5 ans	1,24	— 2,65	0,93	2,76 ou 0,70	0,70	6,15 ou 2,85

(1) A l'exception de ceux des placements exonérés, ces taux sont calculés en déduisant systématiquement le prélèvement libérateur s'il y a lieu ou en appliquant le taux d'imposition maximale si le revenu du placement concerné n'est soumis qu'à l'impôt sur le revenu, sans option possible.

(2) Il existe une franchise d'impôt dans une certaine limite.

(3) Le taux brut compte tenu de l'avoir fiscal est donné entre parenthèses.

(4) Comptes spéciaux des banques avec fonds stables six mois au moins.

1. La diffusion des différents actifs

D'après l'enquête du CREP (Centre de recherche économique sur l'épargne) de 1975 [5] :

— 48 % des ménages possèdent leur logement, 9 % une résidence secondaire et 8 % de l'immobilier de rapport (soit un peu plus du dixième du patrimoine logement) ;

— 12 % des ménages possèdent des valeurs mobilières ;

— 65 % des ménages ont un livret de caisse d'épargne et 86 % un compte-chèques.

On note que la possession de biens immobiliers de rapport est peu répandue, et que la diffusion des titres est faible.

Cependant, le pourcentage des ménages détenant des titres a progressé ces dernières années. D'après certaines estimations, il y avait en 1978 1,7 million d'actionnaires et 1,9 million d'obligataires ; en 1983, ils sont respectivement 3,3 et 3,2 millions. Ce sont essentiellement des petits portefeuilles qui se sont constitués : les deux tiers des portefeuilles dont la valeur est la plus faible (inférieure à 50 000 F) représentent 8,7 % de la valeur totale des titres. Parmi les détenteurs de titres, il y a donc une forte concentration. Les « petits » portefeuilles se portent préférentiellement sur les obligations françaises et les parts de SICAV ; les « gros », sur les actions (françaises et étrangères), les obligations à taux variable ou indexées et les obligations étrangères. Mais les gros portefeuilles peuvent également être formés de paquets d'actions permettant le contrôle d'une entreprise. Ceci explique la faible rotation constatée sur les portefeuilles de titres, même si certains, parmi les plus importants, font l'objet d'une gestion active.

Laissant de côté les contrats d'assurance, on cherche maintenant à expliquer la répartition de l'épargne financière des ménages, ou plus exactement la répartition de l'actif financier des ménages entre liquidités et titres. En effet les décisions ne concernent pas uniquement leur épargne nouvelle car les ménages peuvent remettre en cause la composition antérieure de leur actif financier. Cependant, comme l'indique l'encadré 1, d'une part une proportion faible de ménages détient des titres, d'autre part la vitesse de rotation des portefeuilles est faible. Ainsi n'y a-t-il guère de transferts brutaux entre titres (actions et obligations) et liquidités (M3) et la composition antérieure de l'actif financier explique déjà, en grande partie, la composition nouvelle.

Les modifications à la marge de l'actif financier et le placement de l'épargne nouvelle se font en considérant :

— l'absence de risque que comporte la détention de liquidités ; cette sécurité a un coût car, en espérance, le rendement des titres est plus élevé que le taux d'intérêt certain rémunérant les liquidités ;

— la facilité de réalisation d'un placement liquide (relativement à l'achat d'un titre) et le service de liquidité qu'il rend (disponibilité immédiate sans coût de conversion) ; ainsi lorsque le revenu nominal croît plus vite que l'actif financier, les ménages ont tendance à épar-

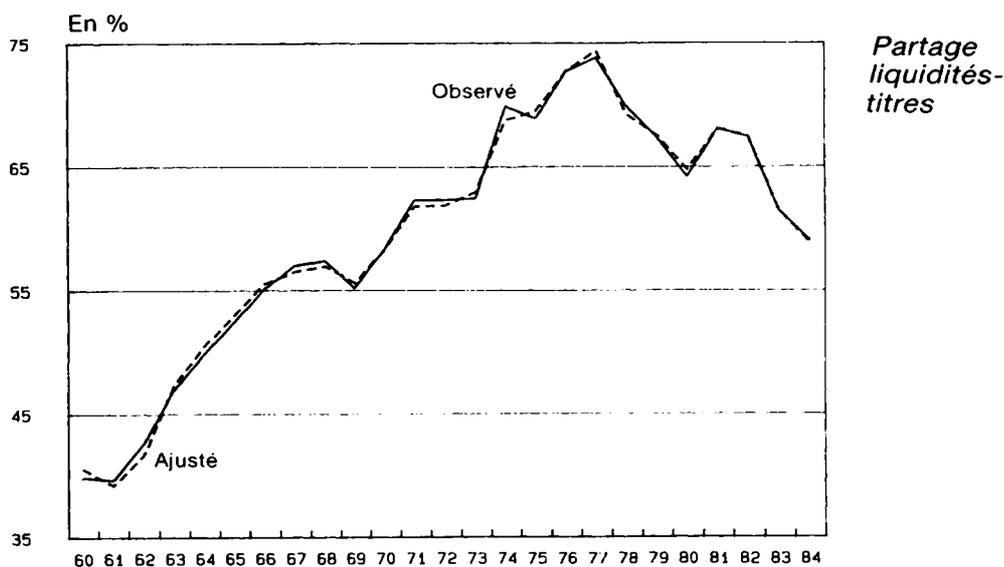
2. Analyse économétrique du partage liquidités-titres

Sur la période 1960-1984, on obtient les résultats suivants :

$$\begin{aligned} \text{PARLIQ} = & 0,82 \text{ PARLIQ} (-1) + 0,96 \text{ TXCE} \\ & (25,2) \qquad \qquad (3,5) \\ & - 0,59 \text{ TXOB} - 0,09 \text{ RENDAC} \\ & (-3,4) \qquad \qquad (-9,7) \\ & +12,98 + 26,36 (\text{PARY} - 0,926) + 2,01 \text{ D81} - 1,61 \text{ D82} \\ & (8,9) \qquad (5,7) \qquad \qquad (2,0) \qquad \qquad (-1,8) \\ \text{DW} = & 2,3 \quad \text{R}^2 = 0,997 \\ \text{SEE} = & 0,63 \% \quad \overline{\text{PARLIQ}} = 59,4 \% \end{aligned}$$

PARLIQ : part des liquidités dans l'actif financier
 TXCE : taux des livrets défiscalisés des caisses d'épargne
 TXOB : taux moyen à l'émission des obligations
 RENDAC : : taux de rendement total des actions
 PARY : rapport du revenu des ménages à l'actif financier (0,926 est la valeur moyenne de ce rapport)
 D81 et D82 : variables indicatrices en 1981 et 1982.

La relation donne une estimation assez précise de la part des liquidités (0,6 % d'erreur moyenne). L'erreur que l'on commet sur l'encours de liquidités représente environ 0,7 % du revenu des ménages, et donc, est de l'ordre de l'incertitude sur la capacité de financement (0,8 % du revenu).



L'erreur maximale que l'on commet avec l'équation est de 1,15 % en 1974 et s'explique par la grève des postes qui gonfla artificiellement, durant la grève, le montant des dépôts des ménages.

gner plus et ils privilégient, alors, pour cette épargne supplémentaire, le placement le plus facile et le plus aisément convertible.

Ceci nous conduit à expliquer la part des liquidités dans l'actif financier par :

- la composition antérieure de l'actif ;
- les rendements des titres, à savoir d'une part le taux moyen à l'émission des obligations et d'autre part le taux de rendement total des actions c'est-à-dire y compris crédit d'impôt et plus-values (détail du calcul en annexe) ;
- le taux des livrets défiscalisés des caisses d'épargne ;
- le rapport du revenu des ménages à l'actif financier ;
- deux variables indicatrices en 1981 et en 1982, car il faut tenir compte des conséquences qu'ont eu sur la Bourse l'annonce des nationalisations (en 1981) et leur réalisation (en 1982).

Les résultats économétriques figurent dans l'encadré 2. Une élévation de 1 % du taux des livrets de caisse d'épargne augmente la part des liquidités de 0,96 %, et si, à long terme, les autres taux restaient inchangés, de 5,3 %. Une élévation de 1 % du taux des obligations réduit la part de 0,59 % à court terme (3,3 % à long terme). L'effet du rendement des actions est beaucoup plus faible : pour une élévation de 1 %, la part des liquidités diminue de 0,09 % à court terme (0,5 % à long terme). Il est tout à fait logique de trouver une faible substituabilité des liquidités avec les actions et une plus forte avec les obligations. Pour une croissance du revenu nominal supérieure de 1 % à celle de l'actif financier, la part des liquidités augmente de 0,24 % à court terme (1,3 % à long terme).

La croissance du patrimoine et le niveau du taux d'épargne

Pour analyser la croissance du patrimoine au cours du temps il faut pouvoir distinguer la part due aux variations du prix du patrimoine de celle résultant de l'accumulation en volume. Nous allons préciser ce que l'on entend par ces termes.

Le patrimoine est composé de trois types d'actifs : logements, titres et avoirs monétaires (c'est-à-dire liquidités et réserves techniques d'assurance). Les deux premiers sont l'objet d'éventuelles réévaluations à volume constant, sous l'effet des variations de prix du logement et du cours des titres. Par contre la variation de prix d'un dépôt à vue ou à la caisse d'épargne est nulle. Les comptes de patrimoine et les comptes financiers permettant de calculer cette réévaluation, on en déduit un prix moyen du patrimoine par la relation :

$$\left(\begin{array}{c} \text{réévaluation} \\ \text{de l'année } t \end{array} \right) = \left(\begin{array}{c} \text{variation du prix du patrimoine} \\ \text{au cours de l'année } t \end{array} \right) \times \left(\begin{array}{c} \text{patrimoine en} \\ \text{fin d'année } t - 1 \end{array} \right)$$

Ayant un indice de prix du patrimoine, on détermine le volume du patrimoine. Le taux de croissance de ce volume permet de mesurer le rythme de l'accumulation du patrimoine indépendamment des variations de prix du patrimoine ; on l'appellera dans la suite taux d'accumulation.

Plutôt que de considérer directement le patrimoine dans sa totalité, on s'intéressera au rythme d'accumulation des encours suivants :

- l'actif financier brut, puis net de l'endettement ;
- le patrimoine logement brut et net de l'endettement à moyen-long terme.

C'est l'épargne qui sert à accumuler le patrimoine. On distinguera l'épargne financière brute⁽⁹⁾, qui est le flux associé à l'actif financier brut, et l'investissement en logement (net de la consommation de capital), qui sert à accroître l'actif physique. Dans le tableau 2 on donne la liste des encours que l'on sera amené à considérer et les flux associés.

Puisque c'est une fraction du revenu qui sert à accumuler le patrimoine, on est naturellement amené à comparer le taux de croissance du revenu nominal au taux de croissance du patrimoine ou à celui d'un poste du compte du patrimoine. Si un poste X, quelconque, du compte du patrimoine croît au même rythme que le revenu nominal Y — autrement dit si le rapport $\alpha = X/Y$ est constant — on en déduit que le taux d'accumulation de X (noté T_x) est égal au taux de croissance du pouvoir d'achat du revenu en encours X ;

$$T_x = \dot{y}_x \text{ où } T_x = \text{taux de croissance de } X/p_x \\ \dot{y}_x = \text{taux de croissance de } Y/p_x$$

Sinon, on a comptablement :

$$(1) \quad 1 + \dot{\alpha} = \frac{1 + T_x}{1 + \dot{y}_x} = (1 + \dot{\pi}_x) \left(\frac{1 + T_x}{1 + \dot{y}} \right)$$

où $\dot{\pi}_x$ = taux de croissance du prix relatif p_x/p si p désigne le prix à la consommation ($1 + \dot{\pi}_x = (1 + \dot{p}_x)/(1 + \dot{p})$)
 \dot{y} = taux de croissance du revenu réel Y/p .

Nous utiliserons dans la suite cette décomposition de l'évolution de α en prix relatif et volumes.

Considérons maintenant le rapport F/Y , où F représente le flux associé au poste X. Compte tenu des postes que nous considérons F/Y est un taux d'épargne :

- le taux d'épargne financière brut si X est l'actif financier brut ;
- le taux d'épargne financière net si X est l'actif financier net de l'endettement (F est alors la capacité de financement) ;
- le taux d'épargne logement net de la consommation de capital et net de l'endettement à moyen-long terme si X est la patrimoine logement net de cet endettement.

(9) Ici l'épargne financière nette désigne la capacité de financement.

2. Encours et flux considérés

ENCOURS X		FLUX F	
AF	Actif financier brut	PLAF	Placements financiers ou épargne financière brute
CRE	Endettement CREC Endettement à court terme CREL Endettement à moyen-long terme	Δ CRE	Emprunts nouveaux - remboursements d'emprunts
AFN	Actif financier net de l'endettement AFN = AF - CRE	CAP	Capacité de financement ou épargne financière nette
SL	Patrimoine logement	IVN	FBCF net de la consommation de capital
SLN	Patrimoine logement net de l'endettement à moyen-long terme SLN = SL - CREL	IVN - Δ CREL	Apport personnel - remboursements d'emprunts à moyen-long terme
PN	Patrimoine net de l'endettement PN = AF + SLN	PLAF + INV - Δ CREL	
Décomposition de l'actif financier		Décomposition des placements financiers	
LIQ	Liquidités M1 : monnaie et dépôts à vue M3 - M1	Δ LIQ	
TIT	Actions et autres participations + obligations TIT = ACT + OBL	FTIT = FACT + FOBL	
RASS	Réserves techniques d'assurance	Δ RASS	
AF = LIQ + TIT + RASS		PLAF = ΔLIQ + FTIT + ΔRASS	

Egalité ressources emplois des comptes de flux

Epargne = investissement + Capacité de financement
 $E = IV + CAP$

$$E = IV - \Delta CRE + PLAF - AJU$$

où AJU représente l'ajustement entre le compte de capital et le compte financier des ménages (sur la période 1977-1984, l'ajustement vaut environ 0,84 % du revenu disponible des ménages).

Désignons par TEP un de ces taux d'épargne. On vérifie facilement que $TEP = \alpha T_x / (1 + T_x)$. On en déduit donc que le taux d'épargne qui permet de maintenir le rapport α constant est égal à :

$$(2) \quad TEP = \alpha \frac{\dot{y}_x}{1 + \dot{y}_x} = \alpha \left(\frac{\dot{y} - \pi_x}{1 + \dot{y}} \right)$$

Dans ce cas le taux d'épargne est une fonction croissante du taux de croissance du revenu réel, du taux d'inflation et une fonction décroissante du taux de croissance du prix de X.

Ce sont les relations (1) et (2) qui vont servir dans la suite à caractériser le rythme d'accumulation du patrimoine et l'évolution du taux d'épargne.

Sur longue période l'actif financier brut des ménages progresse au même rythme que leur revenu

Dans le tableau 3 on trouve les taux de croissance qui interviennent dans la relation (1). On a préféré donner les taux de croissance \dot{x} et \dot{y} de l'actif financier et du revenu en francs constants (X/p et Y/p) plutôt que $\dot{\alpha}$, puisque $1 + \dot{\alpha} = (1 + \dot{x})/(1 + \dot{y})$. Pour mémoire on a ajouté le taux d'inflation \dot{p} . On distingue deux sous-périodes, sur lesquelles on calcule des taux moyens :

- la période 1959-1973, caractérisée par un taux de croissance du revenu réel élevé 5,9 % et un taux d'inflation modéré 5,8 % ;
- la période 1973-1984 où le taux de croissance du revenu réel est faible 2,5 % et le taux d'inflation élevé 10,6 %.

Sur les vingt-cinq ans considérés le pouvoir d'achat de l'actif financier a progressé au rythme de 4,7 % par an, soit 0,3 % de plus que le revenu réel des ménages (la différence de 0,3 % n'est pas significativement différente de zéro)⁽¹⁰⁾. Le taux d'accumulation a été en moyenne plus élevé que le taux de croissance du revenu réel (5,4 % de plus). Le prix de l'actif n'a progressé que de 2,2 % en moyenne, alors que le taux moyen d'inflation a été de 7,2 %. Le prix des titres a progressé de 6,1 % en moyenne ; mais leur part dans l'actif financier n'a cessé de diminuer jusqu'en 1977, de 61 % à 24 %, pour remonter ensuite à 37 % en 1984. Il en résulte une faible progression du prix de l'actif financier.

3. Décomposition du rapport actif financier brut sur revenu selon la relation (1)

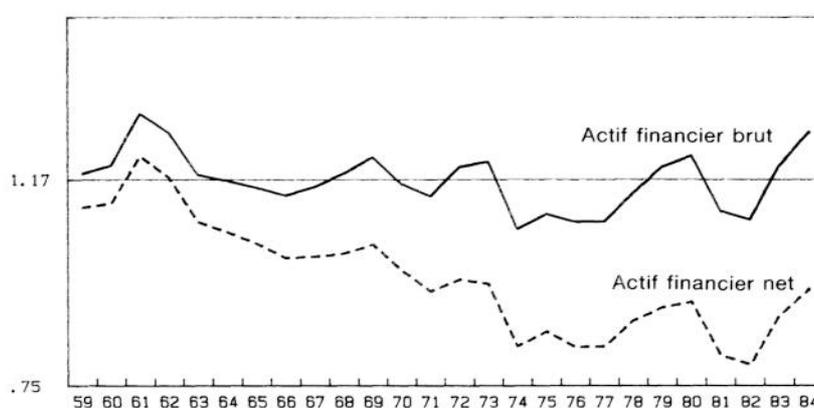
	1959-1973	1973-1984	1959-1984
Taux de croissance moyen de l'actif financier brut réel \dot{x}	6,1	3,0	4,7
Taux de croissance moyen du revenu réel \dot{y}	5,9	2,5	4,4
Taux d'accumulation moyen de l'actif financier brut T_x	8,8	11,2	9,8
Taux de croissance moyen du prix relatif $\dot{\pi}_x$	- 2,5	- 7,3	- 4,7
Taux d'inflation moyen \dot{p}	5,8	10,6	7,2

(10) Etant donné l'écart-type des fluctuations du rapport actif sur revenu.

Sur chaque sous-période le pouvoir d'achat de l'actif financier progresse légèrement plus vite que celui du revenu des ménages (respectivement + 0,2 % avant 1973 et + 0,5 % après 1973), mais cette stabilité résulte d'une décomposition volume-prix très différente sur chacune des périodes. Avant 1973 le taux d'accumulation est légèrement plus élevé que le taux de croissance du revenu réel (8,8 % contre 5,9 %), car le prix relatif de l'actif n'a baissé que modérément (- 2,5 %). Après 1973 la forte baisse du prix relatif (- 7,3 %) est compensée par un taux d'accumulation élevé (11,2 %), bien supérieur au taux de croissance du revenu réel (2,5 %).

De ces évolutions volume-prix il résulte que le rapport actif financier sur revenu est constant sur longue période. Sur le graphique 6 on voit que le rapport fluctue autour d'une valeur constante de 1,17.

6. Encours financiers rapportés au revenu



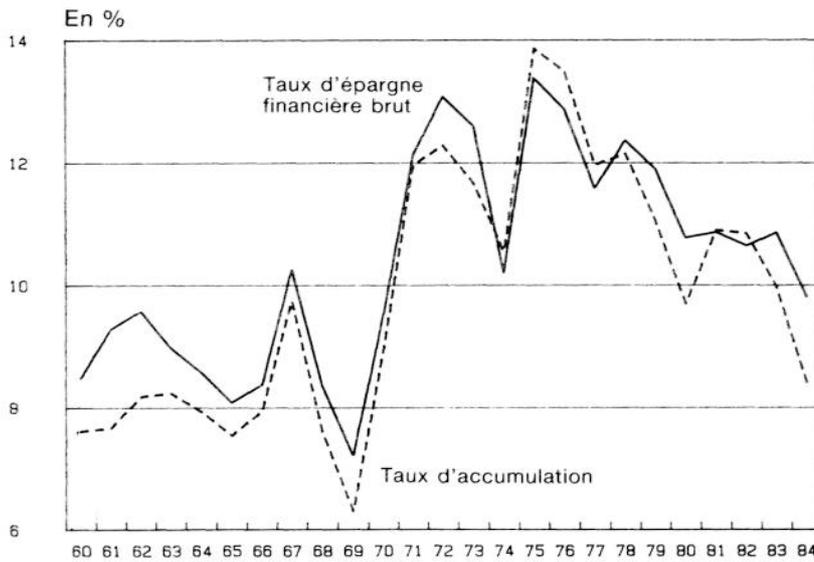
Les moins-values relatives sur les titres et les pertes de pouvoir d'achat des actifs monétaires sont compensées par une accumulation plus importante.

Le taux d'accumulation et le taux d'épargne financière brut (ensemble des placements sur revenu) ont des profils voisins (graphique 7). Ils dépendent positivement du taux de croissance du revenu réel et de la différence entre le taux d'inflation et le taux de croissance du prix de l'actif ou encore ils varient comme le pouvoir d'achat du revenu en actif financier.

L'évolution récente du taux d'épargne financière brut (forte baisse) résulte de la combinaison des facteurs suivants :

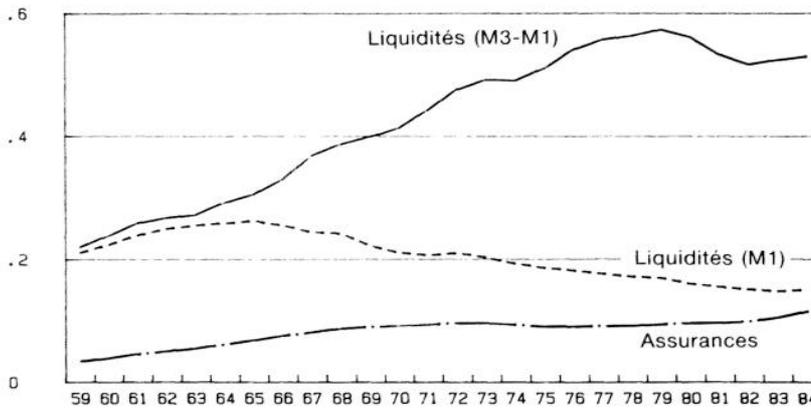
- croissance nulle du revenu réel ;
- ralentissement de l'inflation ;
- augmentation du prix de l'actif financier, due à l'élévation du cours des actions.

Etant donné les taux de croissance observés en 1984 ($\dot{y} = - 0,34 \%$ et $\pi_x = - 2,85 \%$) la valeur théorique du taux d'épargne financière brut (3 %) est beaucoup plus faible que sa valeur observée (9,8 %). C'est pourquoi on observe une forte élévation du rapport actif sur revenu en 1984. Normalement, si le ralentissement de l'inflation se poursuit, associé à une croissance nulle du revenu réel, le taux d'épargne financière brut devrait continuer de baisser.

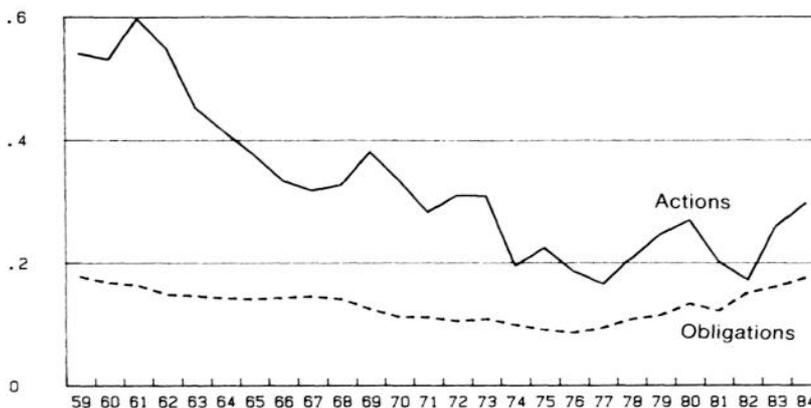


7. Epargne financière

Si l'actif financier des ménages croît au même rythme que leur revenu, il n'en est pas de même des divers postes qui le constituent. Leurs évolutions par rapport au revenu sont très différentes (graphiques 8 et 9). Elles résultent de modifications importantes de la composition de l'actif financier au cours du temps, comme on l'a vu dans la première partie de l'article.



8. Postes de l'actif financier rapportés au revenu

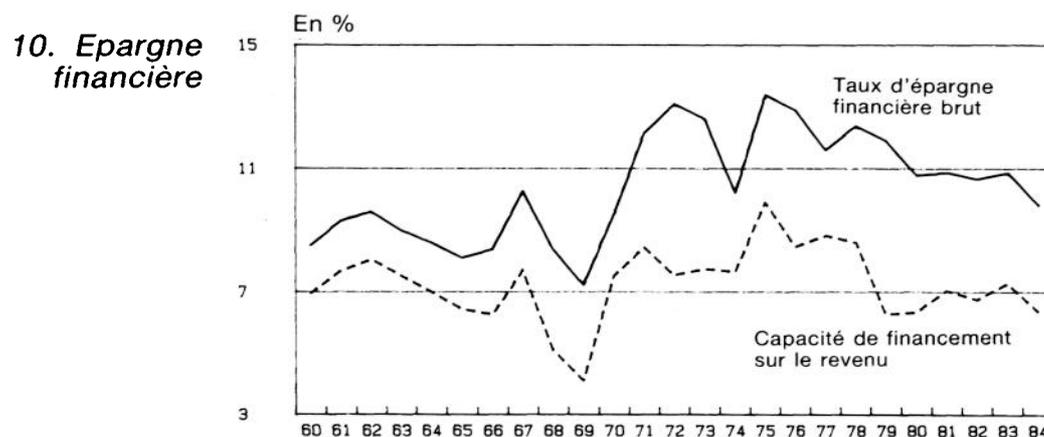


9. Titres rapportés au revenu

Sur longue période, la position créditrice des ménages vis-à-vis des autres agents croît moins vite que leur revenu

L'encours de crédit des ménages aux autres agents est égal à leur actif financier net de leur endettement à court terme et à moyen-long terme. On voit sur le graphique 6 le trend décroissant du rapport actif financier net sur revenu. En effet le pouvoir d'achat de l'actif net a progressé au rythme de 3,7 % par an, soit 0,7 % de moins que le revenu réel des ménages.

Le flux correspondant à ce poste est la capacité de financement des ménages. Le graphique 10 donne l'évolution du taux d'épargne financière brut et du rapport capacité de financement sur revenu (taux net). La différence entre les deux courbes représente le rapport de la variation de l'endettement ⁽¹¹⁾ sur le revenu.



La demande de crédit des ménages s'accroît fortement à partir de 1970, relativement aux années soixante. Ce sont essentiellement des crédits à moyen-long terme (environ 80 %) destinés à l'achat de logement. A l'exception de l'année 1979, la variation de l'endettement des ménages est relativement stable depuis 1975.

La stabilité du rapport capacité de financement sur revenu n'a pas d'interprétation directe dans la mesure où elle est la résultante d'un comportement de placement et de comportements d'endettement présent et passé (étant donné les remboursements d'emprunts).

(11) La variation de l'endettement est égale aux emprunts nouveaux moins les remboursements d'emprunts passés.

Sur longue période, le patrimoine logement des ménages progresse au même rythme que leur revenu

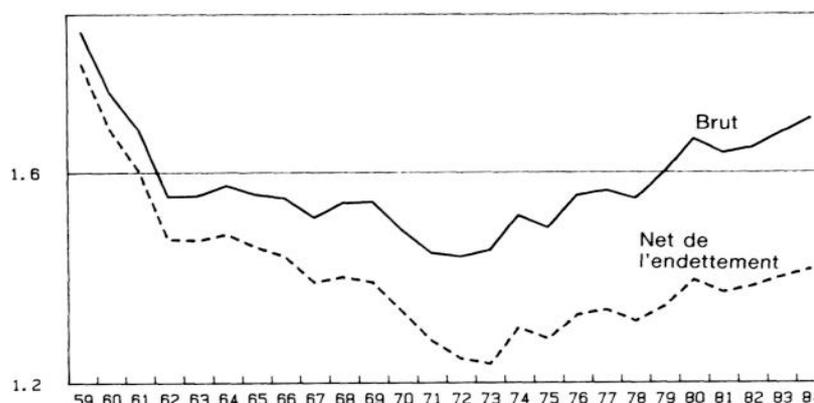
En vingt-cinq ans le patrimoine logement en volume a crû un peu plus lentement que le pouvoir d'achat du revenu en logement (3,3 % contre 3,7 %). On ne peut pas considérer que la différence de 0,4 % soit significativement différente de zéro. Donc l'élasticité du patrimoine en volume par rapport au pouvoir d'achat du revenu en logement est voisine de 1. En fait il s'agit d'une élasticité par rapport au pouvoir d'achat d'un revenu lissé sur une assez longue période. En effet l'élasticité du patrimoine au revenu courant est extrêmement faible, car il faut plusieurs années d'épargne avant de pouvoir acheter un logement. Donc le rapport du patrimoine au revenu lissé est constant, mais le rapport du revenu lissé au revenu courant est décroissant en période d'expansion et croissant en période de récession. On explique la forme de la courbe du graphique 11 en décomposant le rapport du patrimoine au revenu comme le produit du rapport du patrimoine en volume au pouvoir d'achat lissé du revenu en logement et du rapport entre les pouvoirs d'achat du revenu en logement lissé et courant :

$$\frac{SL}{Y} = \frac{SLZ}{(Y/p_s)} = \frac{SLZ}{(Y/p_s)^*} \frac{(Y/p_s)^*}{(Y/p_s)}$$

où SLZ désigne le volume du patrimoine logement, p_s son prix, et $(Y/p_s)^*$ le pouvoir d'achat lissé du revenu en logement.

Sur le graphique 11 la différence entre les deux courbes représente l'encours d'endettement à moyen-long terme rapporté au revenu. Le patrimoine net de l'endettement à moyen-long terme représente approximativement le patrimoine logement effectivement possédé par les ménages. Ce dernier a crû, en volume, de 3,1 % par an en moyenne, soit une élasticité par rapport au pouvoir d'achat lissé du revenu en logement significativement inférieure à 1.

11. Patrimoine logement rapporté au revenu



Le prix relatif du patrimoine logement a crû, sur l'ensemble de la période, de 0,7 % en moyenne. Les plus-values ont été fortes de 1963

à 1973, période sur laquelle le prix relatif a augmenté en moyenne de 1,1 %.

Pour maintenir le rapport SL/Y^* constant, égal à β , il faut un investissement logement net vérifiant $IVN/Y^* = \beta \dot{y}_s^*/(1 + \dot{y}_s^*)$ où IVN désigne la FBCF des ménages nette de la consommation de capital et y_s^* le pouvoir d'achat lissé du revenu en logement. Il en résulte que le taux d'épargne logement vérifie :

$$\frac{IVN}{Y} = \beta \left(\frac{\dot{y}_s^*}{1 + \dot{y}_s^*} \right) \frac{Y^*}{Y}$$

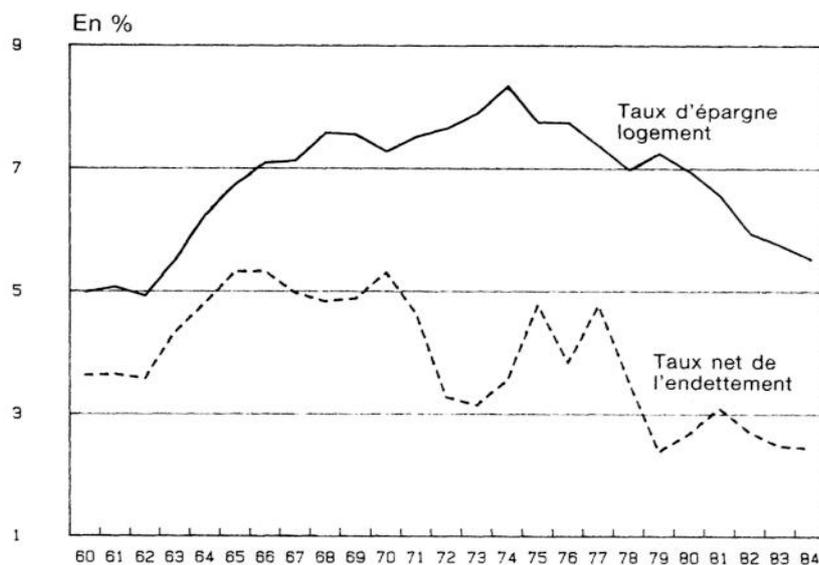
Donc un ralentissement brusque de la croissance du revenu courant (entraînant une élévation du rapport du revenu lissé au revenu courant) devrait être accompagné d'un taux d'épargne-logement relativement soutenu. C'est effectivement ce que l'on observe (graphique 12) :

— en 1974 on a simultanément une brusque baisse de la croissance du revenu réel et un taux d'épargne-logement très élevé ; après 1974 la baisse du taux d'épargne-logement résulte de la baisse du terme \dot{y}_s^* ;

— en 1979 et 1980 la nouvelle baisse du taux de croissance du revenu réel s'accompagne d'un taux d'épargne-logement relativement élevé ; le ralentissement de la croissance ne se répercute qu'en 1981 et 1982 sur le taux d'épargne-logement, périodes à laquelle, par ailleurs, le taux de croissance du revenu réel se relève ;

— en 1983 et 1984 on a simultanément une augmentation de \dot{y}_s^* et de Y^*/Y , car le taux de croissance du revenu réel chute à nouveau brutalement ; la baisse du taux d'épargne-logement se ralentit.

12. Epargne logement



Normalement la baisse du taux d'épargne-logement doit s'accélérer en 1985 et 1986 étant donné la forte diminution de \dot{y}_s^* . Ces considérations doivent évidemment être modulées par la prise en compte des conditions de crédit que l'on accorde aux ménages. Mais il faudrait qu'elles soient particulièrement avantageuses pour freiner la baisse du taux d'épargne-logement, d'autant plus que le ralentissement de l'infla-

tion fait qu'elle ne diminue pas, comme auparavant, le coût réel du crédit.

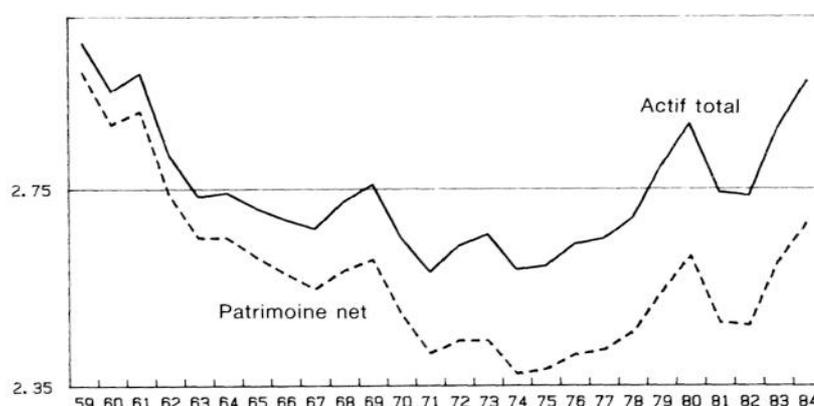
Le comportement d'endettement des ménages sur l'ensemble de la période apparaît sur le graphique 12. La différence entre les deux courbes représente la variation de l'endettement rapportée au revenu. On observe entre 1978 et 1984 une relative stabilité du rapport $\Delta \text{CREL}/Y$ (un peu plus de 3 %). Pour obtenir le véritable taux d'apport personnel, il faut soustraire du taux d'épargne-logement, le montant des remboursements d'emprunts rapportés au revenu. Comme ce rapport est croissant, on en déduit une baisse du taux d'apport personnel dans les années récentes.

L'actif total et le patrimoine net

L'actif total ($\text{AT} = \text{SL} + \text{AF}$) a une composition relativement stable au cours du temps, comme nous l'avons vu au début de l'article. Il comprend en moyenne 42,5 % d'actifs financiers ; le patrimoine net ($\text{PN} = (\text{SL} - \text{CREL}) + \text{AF}$), 45 % d'actifs financiers. Leurs évolutions par rapport au revenu résultent de l'évolution très différente de leurs composantes :

- un actif financier, dont la croissance est sensible aux fluctuations conjoncturelles, car très liée au taux de croissance du revenu courant, à l'inflation et aux variations de prix des titres ;
- un actif physique, dont la croissance ne dépend pas des fluctuations à court terme du revenu, mais des revenus passés.

Les courbes du graphique 13 (AT/Y et PN/Y) ont le même profil que celles du graphique 11 puisque la composante « actif financier » n'a pas de tendance : diminution en période d'expansion, augmentation en période de récession.



13. Actif total et patrimoine net rapportés au revenu

En vingt-cinq ans les taux de croissance moyens du pouvoir d'achat de l'actif total et du patrimoine net sont respectivement de 4,3 % et de 4,0 %.

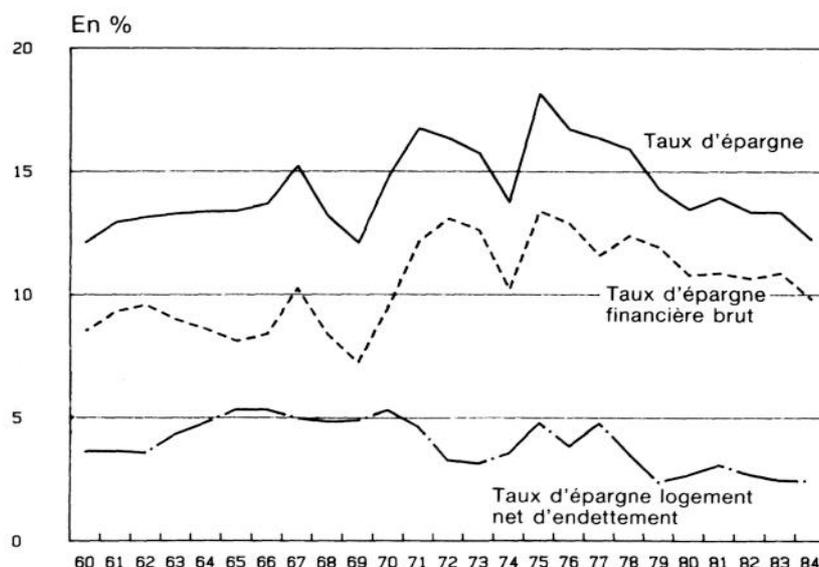
Le flux correspondant au patrimoine net est l'épargne⁽¹²⁾. Les emplois de l'épargne (placement financier, logement) sont faits pour répondre à des objectifs de nature un peu différente :

— d'une part accroître l'actif financier qui est une réserve de consommation future ;

— d'autre part augmenter la consommation d'un bien durable : le logement.

Expliquer l'évolution du taux d'épargne global n'est donc pas simple.

14. Décomposition du taux d'épargne



Mais l'analyse de l'évolution du patrimoine sur longue période et la comparaison de la croissance moyenne des stocks et des flux, ainsi que leurs évolutions relatives, permettent de comprendre qu'on ne peut pas parler du niveau du taux d'épargne indépendamment de ceux du taux de croissance du revenu réel et du taux d'inflation. Autrement dit, un taux d'épargne de 13 % peut être considéré comme élevé si les taux de croissance des revenus courant et passés et le taux d'inflation sont faibles.

Il est donc incorrect de parler aujourd'hui de la baisse du taux d'épargne comme d'une anomalie, comme on le lit souvent dans les commentaires de l'évolution à court terme. Certes on entend fréquemment dire qu'on ne peut pas comparer différents niveaux du taux d'épargne sans tenir compte de ceux de l'inflation. Et donc seule la liaison taux d'épargne-taux de croissance du revenu réel est généralement omise. Ainsi on propose souvent de calculer un taux d'épargne corrigé c'est-à-dire utilisant un revenu dont on a soustrait les pertes de pouvoir d'achat subies par l'actif financier net de l'endettement. On pense alors avoir une meilleure définition du taux d'épargne en rendant directement comparable son niveau à différentes périodes, indépendamment du taux d'inflation. On oublie cependant un facteur essentiel, à

(12) Pas exactement ; en effet on a négligé les crédits à court terme puisque le patrimoine n'incluait pas les biens durables.

savoir le taux de croissance du revenu réel. L'économétrie permet, par contre, d'isoler la part de chaque facteur. Dans les modèles économétriques le taux d'épargne est bien déterminé en fonction des taux de croissance du revenu réel et des taux d'inflation. Pour cela on écrit généralement une équation en taux de consommation qui dépend négativement de ces deux facteurs. Par exemple :

$$\frac{C}{Y} = a \left(\frac{C}{Y} \right)_{-1} - b \dot{y} - d \dot{p} + e$$

(ce n'est pas la seule spécification qui permet de tenir compte des facteurs \dot{y} et \dot{p}).

Sur longue période, le taux de rendement réel de l'actif financier et le coût réel du crédit sont nuls

Il s'agit des taux réels apparents calculés en tenant compte :

- des intérêts reçus et versés, des dividendes ⁽¹³⁾ ;
- des plus ou moins-values sur les titres et le logement ;
- de l'érosion monétaire des actifs libellés en monnaie.

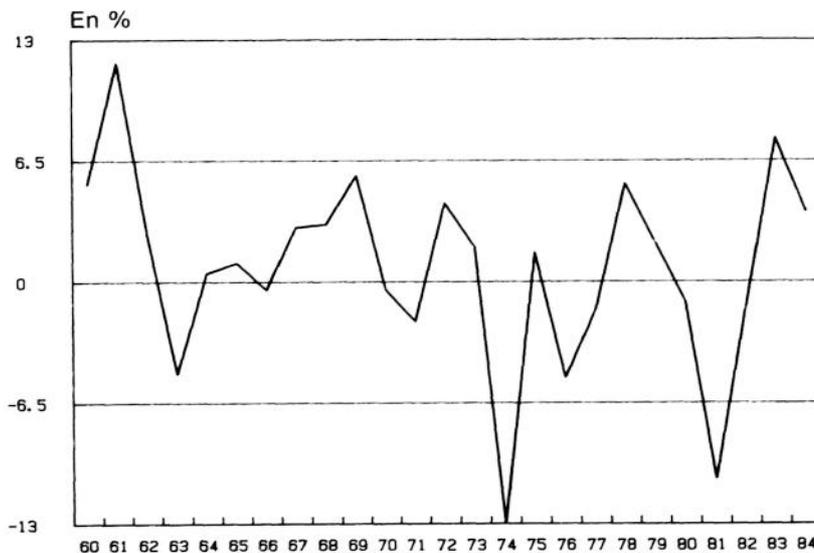
Le taux de rendement réel de l'actif financier est donc égal à :

$$r_{AF} = \frac{\text{intérêts reçus} + \text{dividendes}}{AF_{-1}} + \dot{p}_{AF} - \dot{p}$$

Le coût réel du crédit vaut :

$$r_{CR} = \left(\frac{\text{intérêts versés}}{CREL_{-1}} - \dot{p} \right) \frac{CREL_{-1}}{SL_{-1}} - (\dot{p}_s - \dot{p})$$

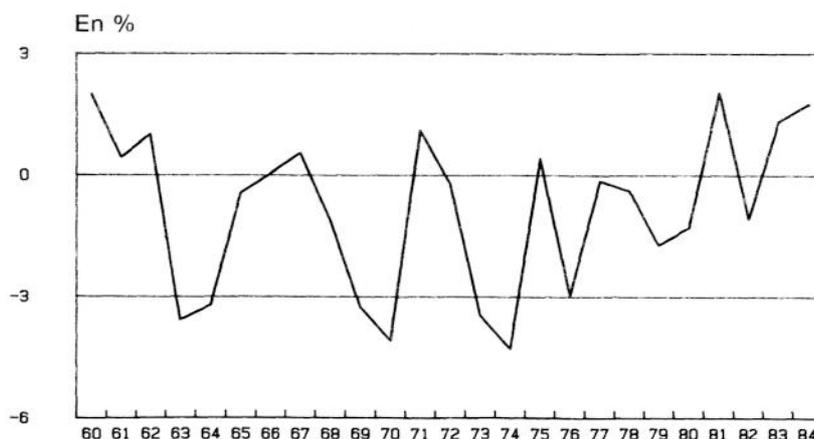
Les graphiques 15 et 16 donnent leur évolution.



15. Taux de rendement réel apparent de l'actif financier

(13) Série de la comptabilité nationale.

16. Coût réel apparent du crédit logement



Le taux de rendement réel moyen vaut 0,61 % (moyenne géométrique) ou 0,76 % (moyenne arithmétique). L'écart-type du taux, 5,33 %, est très élevé étant donné l'ampleur des fluctuations (de - 12 à + 12 %). Le taux moyen n'est donc pas significativement différent de zéro. En supposant que le taux de rendement suit une loi normale, la probabilité qu'il soit négatif est de 44 %. On peut calculer un taux de rendement réel hors plus-value, les plus-values n'étant pas nécessairement réalisées par les ménages. Il vaut - 1,50 % (écart-type 2,57), et est significativement différent de zéro.

Le coût réel moyen du crédit vaut - 0,56 % (ou - 0,54 % selon la moyenne utilisée). L'écart-type du coût vaut 1,80 %. Il n'est pas significativement différent de zéro. La probabilité qu'il soit positif est de 38 %. Le coût réel moyen du crédit hors plus-value vaut 0 %.

On remarque également que le taux de croissance moyen du prix des titres (6,1 %) n'est pas significativement différent du taux d'inflation (7,2 %). En effet, la moyenne et l'écart-type du taux de croissance du prix relatif valent respectivement - 0,30 et 12,12. Les plus-values sur titres compensent à peu près l'érosion monétaire qu'ils subissent. Par contre le prix du logement s'écarte significativement du taux d'inflation. Le taux de croissance moyen du prix relatif et son écart-type sont respectivement 0,67 et 1,61.

Conclusion

En s'intéressant d'une manière descriptive à l'évolution du patrimoine des ménages sur longue période on met en évidence des résultats déjà connus et, en replaçant les évolutions récentes dans un contexte historique, on en mesure l'importance.

Dans la période actuelle, la baisse du taux d'épargne résulte de la stagnation du revenu réel et de la désinflation.

L'engouement récent des épargnants pour les titres, notamment par le biais des SICAV, modifie la composition du patrimoine en faveur des valeurs mobilières, mais ces dernières sont encore loin d'avoir retrouvé la place qui était la leur en 1959, et encore moins celle qu'elles occupaient à la veille de la première guerre mondiale. La redistribution en leur faveur se fait au détriment des actifs monétaires tandis que la part de l'actif financier dans le patrimoine des ménages ainsi que son montant absolu rapporté au revenu, restent remarquablement stables sur la période observée. Le succès des placements longs et risqués tient, d'une part à leur fiscalité avantageuse et à leur rémunération plus élevée et, d'autre part, à la facilité croissante qu'il y a à en acquérir.

Mais globalement les ménages n'épargnent pas plus quand les taux d'intérêt ou de rendement s'élèvent. D'ailleurs la rémunération apparente de l'actif financier a été en moyenne nulle sur la période considérée et négative si on ne tient pas compte des plus-values sur titres, qui concernent de toutes façons une faible proportion des ménages. En conséquence il est difficile d'admettre que la rémunération de l'épargne puisse être une incitation à l'épargne. En fait l'abstention de consommation immédiate a pour but d'accroître la consommation des périodes ultérieures et l'actif financier est perçu comme une réserve de consommation différée. Pour ce transfert de consommation d'une période à l'autre, les ménages acceptent de subir des taux d'intérêt négatifs ou nuls.

ANNEXE

Définition et mesure du patrimoine des ménages

Les comptes de patrimoine de l'INSEE

Il existe actuellement pour la France des comptes de patrimoine annuels (au 31 décembre de chaque année) de 1970 à 1983, élaborés par l'INSEE en collaboration avec le SESOF⁽¹⁴⁾ pour la partie financière [2] [3]. Le cadre de référence pour l'élaboration de cette comptabilité patrimoniale est celui de la comptabilité nationale. Ainsi les éléments de patrimoine considérés sont ceux pour lesquels des flux peuvent être enregistrés aux comptes de capital et financier de la comptabilité nationale. Les différents postes inclus dans le patrimoine sont :

— les actifs physiques : terrains, logements, autres constructions, matériel, cheptel, stocks et actifs incorporels ;

— les actifs et les passifs financiers : moyens de paiement internationaux, monnaie, dépôts non monétaires, bons négociables, obligations, actions et autres participations, crédits à court terme, crédits à moyen et long terme, réserves techniques d'assurance.

Le patrimoine considéré ne comprend pas les biens durables acquis par les ménages (puisque'ils sont comptabilisés dans la consommation), le capital humain, le capital écologique, le domaine public naturel, les monuments et œuvres d'art, les ressources du sous-sol.

Les agents considérés correspondent aux secteurs institutionnels de la comptabilité nationale : sociétés et quasi-sociétés non financières, institutions de crédit, entreprises d'assurance, administrations publiques et privées, ménages (y compris les entrepreneurs individuels), reste du monde.

Le patrimoine étudié dans cet article

Nous considérons ici les ménages au sens strict (c'est-à-dire hors entrepreneurs individuels). Il est en effet plus pertinent, pour analyser le comportement des épargnants, d'exclure du patrimoine des ménages le capital à usage professionnel et l'endettement correspondant.

Malheureusement l'information concernant les entrepreneurs individuels est de mauvaise qualité dans les comptes de flux et elle ne figure pas dans les comptes de patrimoine de l'INSEE. De ces comptes, on a donc repris unique-

(14) Service d'études et de statistiques des opérations financières de la Banque de France.

ment les encours de titres (obligations, actions et autres participations) et de réserves techniques d'assurance (assurance dommages et assurance vie et capitalisation) puisque, si les entrepreneurs individuels en détiennent, c'est en tant que ménages. Il a fallu procéder à la rétopolation de ces encours jusqu'en 1959 selon une méthode exposée ultérieurement.

Une divergence notable entre les comptes de l'INSEE et les nôtres concerne les liquidités et les crédits, en partie à cause de l'agent considéré. Pour ces encours on a utilisé les statistiques du Conseil national du crédit. Les liquidités correspondent à celles incluses dans l'agrégat M3 recensées par le CNC en vue du contrôle de la masse monétaire⁽¹⁵⁾. Parmi ces liquidités on a distingué d'une part les disponibilités monétaires — agrégat M1⁽¹⁶⁾ — et d'autre part les placements liquides et à court terme — agrégat M3 moins agrégat M1⁽¹⁷⁾ — afin d'isoler la monnaie non rémunérée de la quasi-monnaie qui rapporte un intérêt. On indique brièvement ultérieurement comment on a procédé pour obtenir cette distinction au sein des liquidités.

Les encours de crédit, à court terme et à moyen-long terme, tirés des rapports du CNC concernent la consommation et le logement, à l'exclusion des crédits accordés pour une quelconque activité de production.

Quant aux actifs physiques, les ménages « purs » ne détiennent que des terrains et des logements. On a préféré omettre les terrains plutôt que d'en donner une évaluation trop médiocre faute d'information précise sur le partage entre les ménages purs et les entrepreneurs individuels⁽¹⁸⁾ et sur la période non couverte par les comptes de patrimoine (1959-1969). La dernière différence avec les comptes de l'INSEE porte sur le poste « logements ». Pour l'INSEE la valeur des terrains sur lesquels sont construits les logements est ajoutée au patrimoine logement ainsi que les frais liés à l'achat d'un logement. Ici, le poste « logements » n'inclue ni la valeur des sols, ni les frais liés à leur acquisition ; le capital en logement est calculé de la même façon que dans les comptes de patrimoine (voir plus loin) et correspond à celui habituellement utilisé dans les modèles économétriques.

A titre de comparaison, le compte de patrimoine des ménages de l'INSEE au 31 décembre 1983 (il s'agit d'un compte provisoire) et celui que nous avons retenu figurent dans le tableau 4.

Les flux utilisés dans les calculs de la deuxième partie sont ;

— issus d'une part du compte financier de la comptabilité nationale des ménages pour les actions, obligations et les réserves techniques d'assurance, d'autre part du compte de capital pour l'investissement logement ;

— obtenus par différence d'encours pour les liquidités et les crédits. Il en résulte un poste d'ajustement différent de celui de la comptabilité nationale.

Le revenu est corrigé de la FBCF des entrepreneurs individuels. Pour ces deux raisons, les divers taux d'épargne dont il est question dans la deuxième partie ne correspondent pas à ceux habituellement publiés.

(15) Jusqu'à la fin de 1984. Les agrégats utilisés dans l'article se distinguent donc de ceux qui sont retenus à partir de 1985 par le CNC et les autorités monétaires.

(16) Cet agrégat regroupe la monnaie fiduciaire et scripturale, c'est-à-dire les billets et pièces en circulation ainsi que les dépôts à vue. Il correspond à la monnaie prise dans une acceptation stricte.

(17) Il correspond à la quasi-monnaie au sens large : dépôts à terme, bons, livrets, épargne-logement, auprès des banques, des caisses d'épargne et du Trésor.

(18) Les ménages purs possèdent environ 54 % des terrains non bâtis.

4. Evaluations du patrimoine des ménages

milliards de francs

INSEE * (ménages, y compris les entrepreneurs individuels)	Patrimoine retenu (ménages hors entrepreneurs individuels)
Actifs physiques	
Terrains (non bâtis) 901,9	Logement (non compris frais liés et la valeur du sol) 4 823,9
Logement (y compris les frais liés et la valeur du sol) 6 031,6	
Actifs à usage professionnel 1 156,0	
Actifs financiers	
Liquidités 2 295,6	Liquidités 1 934,2
Réserves techniques d'assurance..... 304,9	Réserves techniques d'assurance 304,9
Obligations 464,9	Obligations 464,9
Actions 748,6	Actions 748,6
Passif	
Crédit à court-terme 137,4	Crédit à court-terme 93,5
Crédit à long-terme 1 126,5	Crédit à long-terme 786,5

* Compte provisoire (note interne n° 10/951 - Janvier 1986).

La rétopolation

Le patrimoine immobilier en volume est construit en cumulant — à partir d'une évaluation du patrimoine à la fin de 1973 — les investissements en volume et en retenant un taux de dépréciation annuel de 1,15 %, soit :

$$SLF = (1 - 0,0115) SLZ_1 + FBCF \text{ des ménages (hors EI), à prix constants, hors frais liés et coût des terrains}$$

avec $SLZ_{1973} = 911\,827$ millions de francs 1970.

La valeur du patrimoine immobilier est obtenue en multipliant le volume par le prix de la FBCF logement (c'est-à-dire le prix de la construction neuve).

Le poste actions et autres participations est rétopolé, de 1959 à 1969, de la façon suivante :

— on calcule sur la période 1970-1983 un prix (apparent) du poste en utilisant les encours des comptes de patrimoine et les flux de la comptabilité nationale ;

— on établit alors une relation économétrique entre taux de croissance de ce prix et taux de croissance de l'indice CAC. La relation est satisfaisante et montre que le taux de croissance du prix qui ressort des comptes de patrimoine est (en moyenne) nettement plus élevé que celui de l'indice CAC et que ses variations sont plus atténuées ;

— on utilise alors cette relation et l'indice CAC pour calculer un prix du poste de 1959 à 1969, ce qui permet de déterminer pour chaque année une réévaluation de l'encours.

Le rendement global des actions, utilisé dans l'encadré économétrique, est la somme du taux de rendement à proprement parler (c'est-à-dire fonction des dividendes versés) et du taux de plus-value. Pour le premier on a choisi le taux de rendement des valeurs à revenu variable calculé par l'INSEE et publié chaque mois dans le BMS. Pour le second on a pris le taux de variation de l'indice CAC.

L'encours d'obligations est rétropolé de 1959 à 1969 en utilisant les flux de la comptabilité nationale et l'indice de capitalisation boursière publié par la CAC dans l'« Année Boursière ».

Sur la période 1969-1984, on calcule les encours de liquidités détenus par les particuliers (M1 et M3 selon la méthodologie du CNC jusqu'en 1984) :

— en reprenant les dépôts à vue et les dépôts à terme qui leur sont attribués explicitement ;

— en leur attribuant, avec une bonne approximation, la totalité des bons de la CNCA, des comptes sur livrets bancaires et l'épargne-logement dans les banques, ainsi que l'ensemble des placements dans les caisses d'épargne, quelle que soit leur nature ;

— en leur attribuant, grâce à l'application de ratios constants, une partie des billets et de la monnaie en circulation, des bons de caisse dans les banques, des bons du Trésor, de la CNE et des PTT et enfin des dépôts à vue et à terme attribués par le CNC aux ménages mais non répartis entre particuliers et entrepreneurs individuels.

Sur la période 1959-1968, trois cas ont été distingués afin de rétopoler les agrégats précédents :

— il n'y a pas de rupture statistique pour les bons de la CNCA, les bons du Trésor sur formules, les dépôts dans les caisses d'épargne et l'épargne-logement dans les banques ; les règles énoncées pour la période 1969-1984 leur ont donc été intégralement appliquées ;

— la rupture a été considérée comme négligeable pour les billets et la monnaie en circulation ainsi que pour les livrets bancaires (dans la mesure où nous avons ajouté les livrets du Crédit mutuel aux livrets bancaires alors recensés par le CNC) ; les règles énoncées plus haut leur ont donc été appliquées sans traitement préalable ;

— la rupture est plus importante et surtout il n'y a plus de ventilation entre les agents détenteurs pour les dépôts à vue et les dépôts à terme (ces derniers n'étaient pas séparés des bons de caisse par le CNC avant 1969) ; des ratios, variable pour les dépôts à vue où on a utilisé comme indicateur la proportion des comptes-chèques dans l'ensemble des dépôts à vue bancaires (par opposition aux comptes courants, ils sont essentiellement attribuables aux particuliers) et constant pour les dépôts à terme, ont été appliqués pour obtenir les dépôts des particuliers en se calant sur l'année 1969, commune aux anciennes et nouvelles séries du CNC.

Pour les crédits, nous avons simplement considéré les « crédits de trésorerie aux particuliers » et les « crédits à l'habitat » accordés aux particuliers tels qu'ils sont recensés par le CNC. Il n'a donc pas été nécessaire d'exclure les crédits aux entrepreneurs individuels. La rétopolation sur 1959-1968 s'est appuyée sur les séries longues macroéconomiques publiées par l'INSEE.

Références bibliographiques et ouvrages consultés

- [1] Rapport Dautresme « Le développement et la protection de l'épargne ». Tome 1 et documents contributifs Tome 2. La Documentation Française, 1982.
- [2] INSEE - Collection C n° 89-90. « Les comptes de patrimoine - une première expérience, 1971-1972-1976 ».
- [3] INSEE - Collection C n° 116. « Dix ans de comptes de patrimoine 1970-1979 ».
- [4] C.A. MICHALET. « Les placements des épargnants français - de 1815 à nos jours », PUF, 1968.
- [5] A. BABEAU et D. STRAUSS-KAHN. « La richesse des Français », PUF, 1977.
- [6] Banque de France - Bulletin trimestriel décembre 1984. « La clientèle - titres des banques et des agents de change à fin 1983 ».
- [7] CERC. « Le patrimoine des Français - montant et répartition » n° 49.
- [8] CERC. « Le rendement des portefeuilles de valeurs mobilières » n° 61.
- [9] A. BABEAU. « Le rapport macroéconomique du patrimoine au revenu des ménages », *Revue Economique*, n° 1, janvier 1983.