

LE PATRIMOINE ET L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES FRANÇAIS EN 2015

ENSEIGNEMENTS DE L'ENQUÊTE EUROPÉENNE HFCS ET COMPARAISONS INTERNATIONALES

Luc Arrondel¹

CNRS-PSE, Banque de France

Jérôme Coffinet

Banque de France

Le succès du livre de Thomas Piketty en 2013, *Le capital au XXI^e siècle*, a remis la thématique des inégalités au cœur des débats de politique économique. Par ailleurs, la crise financière de 2008 a modifié les comportements des épargnants, ces derniers privilégiant la prudence dans leur portefeuille. Les comparaisons spatio-temporelles de la distribution du patrimoine et sa composition apparaissent donc essentielles pour analyser ces questions de politique publique.

À ce titre, l'enquête européenne *Household Finance and Consumption Survey*, qui collecte des informations sur le patrimoine, le revenu et les habitudes de consommation des ménages, semble particulièrement intéressante. Ces données permettent de comprendre les comportements d'épargne et d'endettement des ménages, d'évaluer les vulnérabilités financières et les effets de la politique monétaire.

L'enquête réalisée fin 2014-début 2015 montre que la concentration des actifs financiers et professionnels des ménages français est plus importante que celle des biens immobiliers. L'épargne risquée et de long terme est davantage détenue par les plus riches mais la détention d'actions stagne à des niveaux relativement faibles.

En moyenne, les ménages français déclarent posséder 268 000 euros de patrimoine brut. La moitié est endettée, en moyenne à hauteur de 37 000 euros. Le décile des Français les plus riches détient environ 46 % de la richesse totale, le centile le plus aisé, environ 15 %. La hausse de l'endettement concerne davantage les ménages aisés, disposant de capacités de remboursement plus importantes ou de patrimoines substantiels. La situation des ménages ne semble donc pas faire porter de risque majeur à la stabilité financière en France.

Mots clés : patrimoine, valeurs mobilières, actions, endettement.

1. Les auteurs remercient un rapporteur anonyme pour ses commentaires sur une première version du texte. Les opinions exprimées dans cet article sont celles des auteurs et ne représentent pas nécessairement celles des institutions auxquelles ils sont affiliés.

Le succès planétaire du livre de Thomas Piketty en 2013, *Le capital au XXI^e siècle*, a remis les inégalités, leur évolution historique et leurs conséquences, au centre des préoccupations des économistes et des débats de politique économique. Par ailleurs, la crise financière de 2008 a modifié les comportements des épargnants, ces derniers privilégiant la prudence dans leur portefeuille, le nombre d'actionnaires (en direct) ayant diminué de 50 % en 10 ans. De nombreux acteurs se sont alors intéressés aux liens entre ces deux faits, l'augmentation des inégalités d'une part, la mauvaise orientation de l'épargne d'autre part, et la croissance économique. Les comparaisons spatio-temporelles de la distribution des patrimoines et sa composition apparaissent donc essentielles pour analyser ces questions de politique publique.

Depuis 2006, le réseau HFCN (*Household Finance and Consumption Network*) mène une enquête européenne sur le patrimoine (actifs et dette) et les habitudes de consommation des ménages de la zone euro (dite enquête HFCS – *Household Finance and Consumption Survey*). Cette enquête vise à mieux comprendre les comportements individuels d'endettement et d'épargne, afin d'identifier l'effet des chocs économiques non seulement sur les grands agrégats, mais aussi les distributions de patrimoine au sein des populations. L'objectif est ainsi de mieux connaître le mécanisme de transmission de la politique monétaire et de mieux identifier les vulnérabilités financières des ménages.

La mise en œuvre de l'enquête est décentralisée auprès des banques centrales nationales et, le cas échéant, des instituts statistiques nationaux. En France, cette enquête fait l'objet d'un partenariat entre la Banque de France et l'Institut national de la statistique et des études économiques, qui mène depuis 1986 (tous les 6 ans jusqu'en 2014, tous les 3 ans depuis 2014) une enquête similaire sur les seuls ménages français dans le cadre de l'enquête Patrimoine (renommée Histoire de Vie et Patrimoine depuis 2017).

Cet article propose une présentation des principaux résultats de la deuxième vague de l'enquête HFCS dont la collecte, réalisée fin 2014-début 2015, a porté sur un échantillon représentatif de plus de 12 000 ménages français (Banque centrale européenne, 2016a, 2016b). Une comparaison est proposée avec la vague 2014 du volet de l'enquête HFCS portant sur les ménages allemands, collectée dans le cadre du *Panel on Household Finance* (Bundesbank, 2016) et de la vague 2013 de l'enquête américaine du *Survey of Consumer Finances* (Federal Reserve Board, 2014).

Encadré 1. Différences entre montants de patrimoine estimés à partir des données d'enquêtes et de comptabilité nationale

Une comparaison immédiate des agrégats obtenus à partir des données d'enquête auprès des ménages et des données de comptes nationaux fait émerger des écarts importants dans la valorisation des actifs de part et d'autre (Accardo *et al.*, 2016). Cette observation, en particulier remarquable pour les données d'actifs financiers, est un fait connu de longue date et s'explique de plusieurs manières :

- Des différences de périmètre tout d'abord, puisque la comptabilité nationale inclut la France métropolitaine et les départements d'outre-mer, sans qu'il soit possible de distinguer l'un de l'autre, alors que les données d'enquêtes portent sur la France métropolitaine. En outre, la population de référence n'est pas exactement la même puisque la comptabilité nationale inclut les institutions sans but lucratif dans la même catégorie que les ménages, tandis que les données d'enquêtes restreignent leur périmètre aux seuls ménages privés, à l'exception de ceux vivant en institution (liées à l'éducation, la santé, l'armée, la religion) ;
- Des différences méthodologiques ensuite : les enquêtes et la comptabilité nationale diffèrent également au niveau de la valorisation des entreprises individuelles : celles-ci sont considérées comme des actifs réels dans les enquêtes dès lors qu'une personne du ménage y est employée, alors qu'elles apparaissent comme des actifs financiers (actions) dans les comptes nationaux. Des différences sont également à noter sur la valorisation des assurances-vie par la comptabilité nationale (à partir des réserves techniques) et les montants déclarés par les ménages (valeur de liquidation). Par ailleurs, la valeur actualisée des rentes ne rentre pas dans le patrimoine financier des ménages. La comptabilité nationale renonce parfois à évaluer certains terrains et terres, ce qui n'est théoriquement pas le cas dans les enquêtes. De même, les biens durables ne sont pas inclus dans le patrimoine tel que mesuré par la comptabilité nationale ;
- Des différences de méthode d'évaluation de certains actifs enfin : un principe de base des enquêtes consiste à demander aux ménages d'évaluer eux-mêmes leurs avoirs (logements, actifs professionnels, produits financiers) car c'est cette mesure qui est censée influencer leurs comportements. La comptabilité nationale évalue quant à elle les différents actifs à leur valeur de marché. En période de forte volatilité des marchés, les différences peuvent ne pas être négligeables. En particulier sur le marché boursier, les ménages peuvent rencontrer certaines difficultés à former une estimation précise de leur portefeuille boursier (cotation d'achat, du jour, ou espérée). Enfin, on ne peut écarter une potentielle sous-estimation de certains montants, les actifs devant être évalués par les ménages.

Au total, selon la Banque de France (2016), « les données d'enquête permettent de recenser environ 70 % du patrimoine total des ménages tel qu'évalué par la comptabilité nationale. De fortes disparités entre les différentes composantes apparaissent cependant. Ainsi, la mesure des logements résidentiels, composante principale de la richesse des ménages, est cohérente, tandis que la sous-estimation du patrimoine financier est beaucoup plus importante dans les données d'enquête ». Ainsi, on estime que sur un périmètre équivalent, correspondant aux montants de dépôts, de fonds communs de placements, et de titres, la sous-évaluation des actifs par les données d'enquête atteint environ 50%. Une raison importante tient à ce qu'une part importante de la détention provient des grandes fortunes, dont l'échantillonnage le plus précis possible constitue un enjeu technique et pratique majeur.

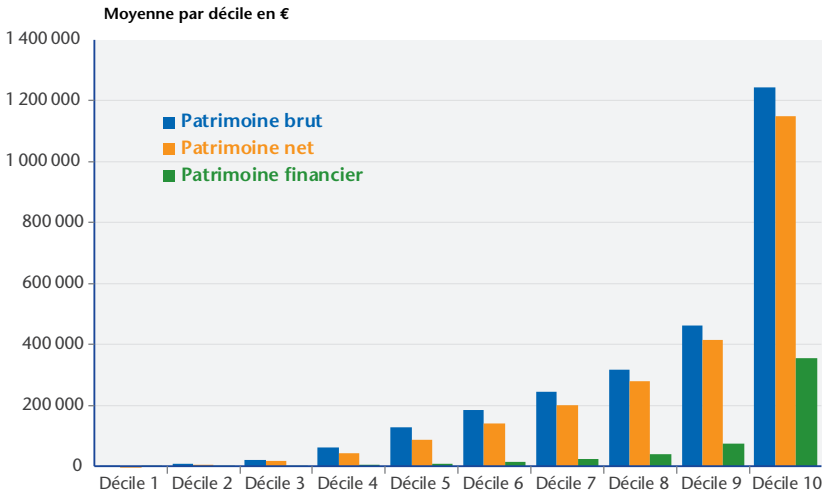
1. La concentration du patrimoine demeure forte et croît avec le niveau de richesse

Le patrimoine net médian des ménages français s'établit à 113 300 euros lors de la seconde vague de l'enquête 2014-2015. À titre de comparaison, le patrimoine net médian des ménages allemands atteint environ 60 800 euros en 2014. Aux États-Unis, le patrimoine net médian est en 2013 de 81 200 dollars. La valeur médiane du patrimoine immobilier des ménages français propriétaires atteint 199 000 euros, contre 75 400 euros pour le patrimoine professionnel. Pour les ménages allemands, le patrimoine immobilier médian est légèrement plus faible (180 000 euros).

Pour aller plus loin dans l'analyse de la distribution du patrimoine au sein de la population des ménages français, celle-ci a été répartie en 10 groupes (déciles) de patrimoine brut croissant (cf. graphique 1).

1.1. Les seuils de « richesse »

En 2014-2015, il faut détenir près de 600 000 euros (seuil minimum du 10^e décile), soit 3,75 fois le patrimoine brut médian (158 226 euros), pour appartenir aux 10 % de ménages les mieux dotés en patrimoine brut et près de 1,94 million d'euros pour se situer parmi les 1 % les plus riches (plus de 12 fois le patrimoine médian). Pour le seul patrimoine financier, la médiane se situe à environ 11 600 euros et le 10^e décile à 105 900 euros. Enfin, pour appartenir au 1 % des plus dotés en patrimoine financier, il faut détenir au moins 560 500 euros.

Graphique 1. Patrimoine brut, net et financier des ménages français, par décile

Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

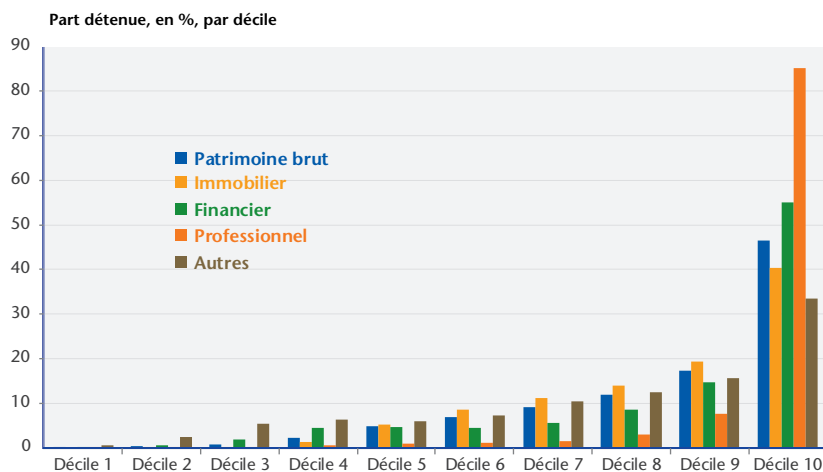
1.2. Une concentration un peu plus forte pour le patrimoine financier

La distribution du patrimoine présente un profil convexe, ce qui illustre une distribution fortement concentrée sur les plus hauts patrimoines. Pour cette population, le niveau de patrimoine brut moyen s'élève à environ 1 250 000 euros (près de 5 fois le patrimoine moyen global). Le rapport interdécile (rapport du 9^e décile à la médiane) s'élève à 3,71 en 2014-2015, quasiment stable par rapport à 2009-2010, où il atteignait 3,65. La moitié de la population la moins dotée en patrimoine brut ne détient que 8,3 % de la richesse brute des ménages (*cf.* graphique 2). Le patrimoine financier en particulier est très concentré sur les hauts patrimoines puisque celui du décile supérieur s'élève à 354 500 euros par ménage soit près de 7 fois le patrimoine financier moyen global. Le rapport interdécile financier approche 9,17. Au niveau de la concentration du patrimoine brut, le décile supérieur détient 46,4 % du total alors que les 50 % les plus pauvres n'en possèdent que 8,3 %.

Cette distribution n'est pas atypique si on la compare à celle des ménages allemands par exemple : les 10 % les plus riches détiennent près de 60 % de l'ensemble du patrimoine net. Par ailleurs, le patrimoine net des 10 % de ménages allemands les plus riches atteint 728 100 euros, soit près de 12 fois le patrimoine net médian (60 800 euros). Les inégalités de patrimoine apparaissent donc plus élevées en Allemagne qu'en

France. Les inégalités sont encore plus prononcées aux États-Unis : en 2013, le patrimoine net détenu par les 10 % les plus riches représentait 75 % du patrimoine total des ménages américains.

Graphique 2. Concentration de la richesse totale des ménages et de ses composantes



Note de lecture : le patrimoine immobilier des 10 % les plus riches représente 40 % du patrimoine immobilier total des ménages français.

Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

1.3. De fortes disparités au sein du décile supérieur de patrimoine

Il existe aussi de fortes disparités chez les plus riches. Si l'on monte dans l'échelle de la richesse, le patrimoine des 1 % les mieux dotés représente le tiers de la richesse du dernier décile, soit 15,3 % de la richesse totale. Les données de l'enquête HFCS permettent difficilement d'aller plus loin dans l'analyse de la distribution mais le même raisonnement s'appliquerait aux 0,1 % les plus riches par rapport au dernier centile. Cette structure fractale des inégalités illustre la nature parétienne de la distribution des patrimoines.

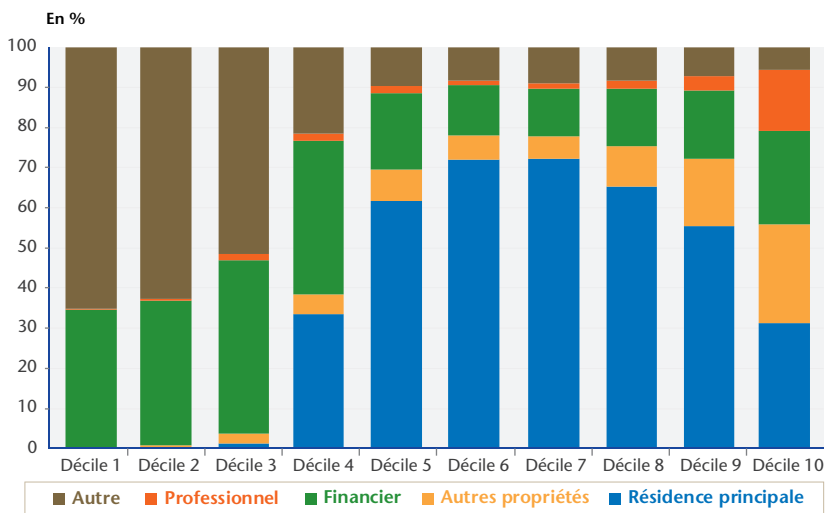
1.4. Des patrimoines financiers et professionnels répartis plus inégalement que les actifs immobiliers

La ventilation des composantes du patrimoine (actifs immobiliers, financiers et professionnels)² montre que la concentration est plus forte

2. Le patrimoine immobilier regroupe le logement principal, la résidence secondaire et les logements de rapport. Le patrimoine professionnel comprend tous les biens liés à un outil de travail qu'ils soient exploités par le ménage ou pas.

pour le patrimoine professionnel (indice de Gini de 0,98) et pour le patrimoine financier (resp. 0,79) que pour la richesse globale (resp. 0,63) et le patrimoine immobilier (resp. 0,64). Ainsi, les 10 % de ménages les mieux dotés détiennent près de 85,3 % des actifs professionnels, 55,0 % de la richesse financière et 40,4 % du patrimoine immobilier. Les inégalités de patrimoine proviennent donc davantage de la détention des actifs financiers et professionnels que de celle des biens immobiliers. Ce constat se traduit également au niveau de la structure des patrimoines (cf. graphique 3).

Graphique 3. Structure du patrimoine brut des ménages français en fonction de la richesse



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

En effet, si la part de l'immobilier (résidence principale et autres propriétés) constitue l'essentiel de la richesse des ménages (autour de 75 %) à partir du niveau médian de patrimoine, elle diminue rapidement (surtout celle de la résidence principale) à partir du 8^e décile au profit des actifs financiers et professionnels et des biens immobiliers autres que la résidence principale. Pour les 10 % les plus riches, le patrimoine comprend plus de la moitié d'immobilier (56 %), 23 % d'actifs financiers et plus de 15 % d'actifs professionnels. Pour le bas de la distribution, exclusivement constitué de ménages non propriétaires, le patrimoine se compose essentiellement d'épargne financière (livrets d'épargne) et de biens durables (inclus dans la catégorie « Autres »).

À titre de comparaison, en Allemagne, en 2014, le patrimoine net des 10 % les plus riches est constitué environ à 60 % de patrimoine immobilier, à 15 % d'actifs financiers et à 25 % d'autres actifs y compris professionnels.

Encadré 2. Nomenclature des actifs financiers

La composition du patrimoine financier est analysée au regard de la diffusion des différents actifs et de la structure des portefeuilles selon le niveau de richesse financière ainsi que du point de vue de leur concentration dans la population. La nomenclature retenue sépare les actifs liquides et sûrs (compte-chèques et livrets), les fonds communs de placement (FCP), les obligations, les actions cotées, les produits d'assurance-vie et d'épargne retraite volontaire, et enfin les autres créances du ménage et les autres actifs financiers. Il est à noter que l'épargne salariale a été reclassée entre les différents produits concernés par ces contrats (actions, FCP, obligations ou liquidités). En revanche, aucune différenciation n'a été faite au sein des assurances-vie (multi-support ou en euros).

2. La composition du patrimoine financier est influencée par le niveau de richesse

2.1. L'assurance-vie et l'épargne-retraite majoritaires dans le patrimoine financier

Les produits d'assurance-vie et d'épargne-retraite représentent l'actif financier le plus diffusé dans la population en 2014-2015 (38,5 % des ménages en détiennent), après les produits d'épargne liquide dont la détention est généralisée. Viennent ensuite les actions en direct (11,7 % des ménages) et les fonds communs de placement (FCP) (8,6 % des ménages).

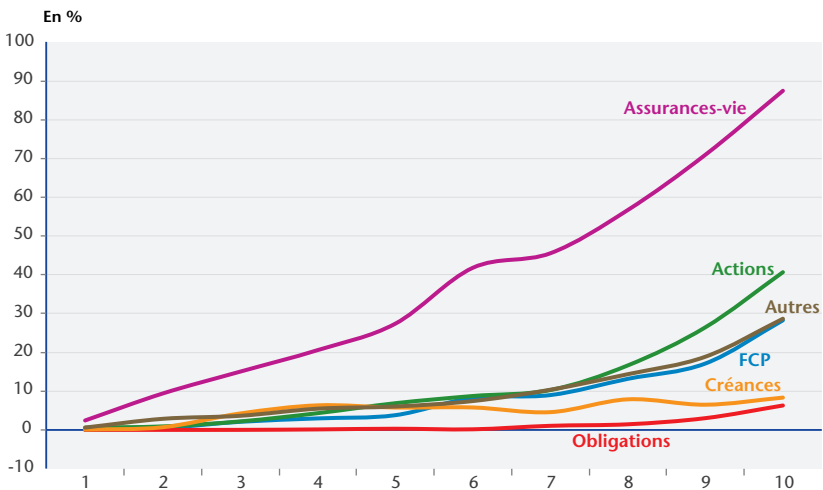
Pour ces derniers actifs, le taux de détention s'inscrit continûment en baisse depuis la crise financière de 2008 : en 2010, 14,7 % des Français étaient détenteurs d'actions en direct et 10,7 % détenaient des FCP. Cette diminution confirme le désintérêt croissant des Français pour les actifs boursiers. Cette évolution fait écho à celle observée en Allemagne : la détention d'actions directe concerne 10 % des ménages en 2014 contre 11 % en 2010, celle des fonds communs de placement 13 % des ménages en 2014 contre 17 % en 2010.

La même évolution est observable aux États-Unis, pour une population d'actionnaires cependant beaucoup plus élevée qu'en France ou en Allemagne : le taux de détention direct et indirect d'actions est passé de 53,2 % des ménages en 2007 à 48,8 % en 2013.

2.2. Une épargne risquée et de long terme essentiellement logée dans le portefeuille des plus riches

En décomposant les taux de détention en fonction de la richesse financière (graphique 4.1), il apparaît que la variété des produits détenus s'accroît avec la valeur du portefeuille des ménages. Dans le bas de la distribution (les deux premiers déciles), la quasi-totalité des ménages détient uniquement de l'épargne liquide (compte-chèques et livrets d'épargne). Plus le patrimoine des ménages augmente, plus la détention de produits d'assurance-vie et d'épargne-retraite augmente, pour atteindre environ 50 % pour les ménages détenant un patrimoine médian et près de 90 % pour les plus riches. En revanche, la détention d'actions directe et de FCP est très faible jusqu'au 6^e décile de patrimoine et ne concerne donc essentiellement que les ménages les plus aisés : leur taux de détention atteint respectivement 40,6 % et 28,3 % dans le dernier décile.

Graphique 4.1. Détention des actifs financiers par niveau de richesse financière



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

Le graphique 4.1 permet de caractériser les actifs les plus détenus par les patrimoines élevés : par rapport aux taux de diffusion global, celui des actions en direct est multiplié par quatre chez les plus riches alors

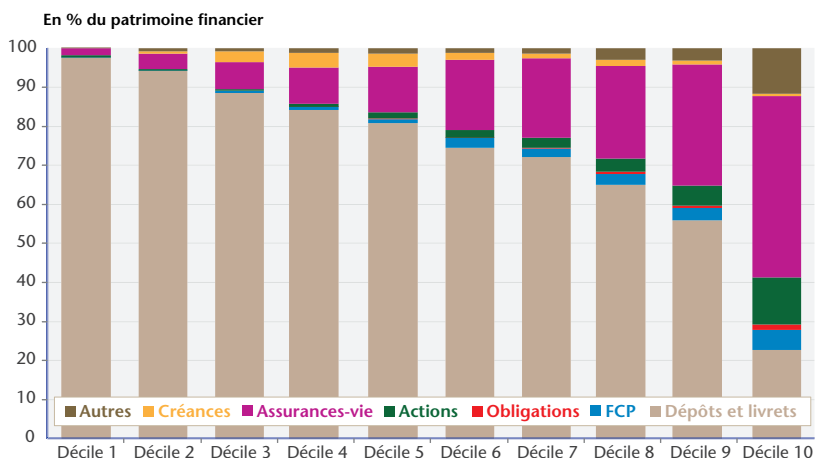
que pour les autres actifs, le surcroît de détention est beaucoup plus faible. Par comparaison, en Allemagne, le taux de détention directe des actions est en 2014, de 32 % pour les 10 % de ménages les plus riches, contre 10 % pour l'ensemble de la population. Aux États-Unis, la détention directe ou indirecte d'actions concerne la quasi-totalité (plus de 92 %) des ménages disposant des 10 % de revenus les plus importants. Le constat d'une faible diversification des patrimoines, notamment l'attrait limité pour les produits risqués (*stock participation puzzle*), concerne moins les hauts patrimoines. S'il demeure surprenant que plus de la moitié des plus riches ne soient pas détenteurs d'un portefeuille d'actions, ceux-ci peuvent néanmoins détenir davantage d'actifs risqués sous forme d'actifs professionnels (actions ou parts dans les sociétés qu'ils dirigent ou dont ils sont membres des organes de direction). En effet, par un comportement de « tempérance », les indépendants voulant modérer le risque global auquel ils sont exposés sont plus prudents sur leur portefeuille financier, à appétence égale pour le risque.

2.3. Des structures de portefeuille fortement dépendantes du niveau de richesse

Le portefeuille financier moyen des Français se compose de près de 39,4 % de produits d'assurance-vie et d'épargne-retraite, de 36,4 % d'épargne liquide (compte-chèques, livrets), de 14,7 % de valeurs mobilières (9,2 % en actions directes, 4,3 % en FCP et 1,2 % en obligations), le reste recouvrant les créances et les autres actifs financiers. Comme la variabilité des taux de détention des différents actifs avec le niveau de richesse financière le laisse supposer, cette structure moyenne masque de fortes disparités (graphique 4.2).

La part de l'épargne liquide (dépôts et livrets) est prépondérante jusqu'à l'avant-dernier décile de richesse financière : elle devance largement celle de l'assurance-vie et de l'épargne retraite d'une part, des valeurs mobilières d'autre part. Ainsi, le portefeuille moyen des ménages de patrimoine financier inférieur à la médiane comprend plus de 80 % d'épargne liquide. Lorsque le niveau de richesse financière augmente, la part de l'épargne liquide s'amointrit jusqu'à ne représenter que moins du quart de la valeur du portefeuille moyen des ménages du dernier décile alors que les poids des produits d'assurance-vie et d'épargne-retraite (46,6 %) d'une part, des valeurs mobilières (18,5 %) d'autre part, s'accroissent.

Graphique 4.2. Montant des actifs financiers par niveau de richesse financière

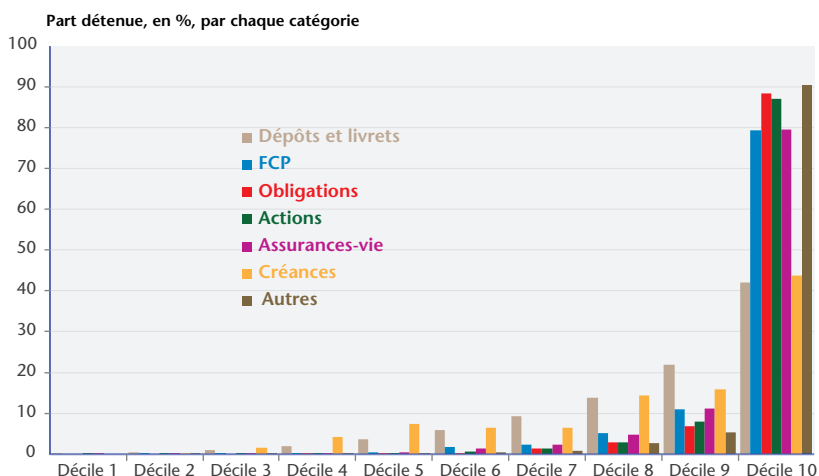


Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

2.4. Une épargne risquée et de long terme très inégalement répartie

Cette structure hétérogène des portefeuilles des ménages se traduit aussi au niveau de la concentration des différents actifs financiers (graphique 4.3). La concentration est particulièrement forte s'agissant de l'assurance-vie, de l'épargne-retraite et des valeurs mobilières : le dernier décile détient près de 80 % de la première catégorie, 87 % des actions et 79,3 % des FCP.

Graphique 4.3. Concentration des portefeuilles par niveau de richesse financière



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

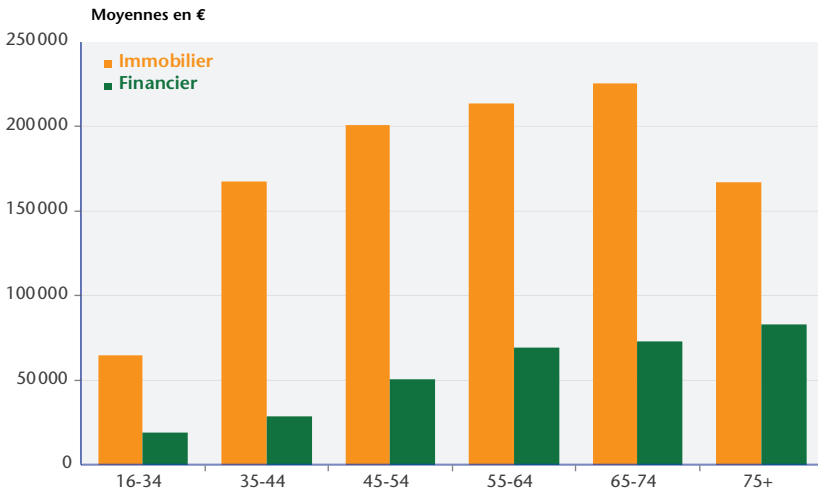
Plus spécifiquement, le comportement des ménages du 1 % supérieur (non représenté) de la richesse financière joue un rôle majeur dans la composition moyenne des portefeuilles, en particulier en ce qui concerne les actions, puisqu'ils en détiennent en direct plus de 57 %.

3. Les patrimoines dépendent de l'âge et du capital humain des ménages

3.1. Un patrimoine immobilier qui diminue chez les plus âgés

Les montants moyens de patrimoine immobilier (somme de la valeur estimée des actifs réels immobiliers : résidence principale, autres résidences) détenu par les différentes classes d'âge présentent un profil « classique », en cloche, de cycle de vie (graphique 5), marquant un maximum pour 65-74 ans. L'évolution du portefeuille financier en fonction de l'âge est en revanche croissante jusqu'aux âges les plus avancés, le patrimoine financier le plus élevé étant en moyenne détenu par les plus de 75 ans.³

Graphique 5. Patrimoine brut et financier selon l'âge



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

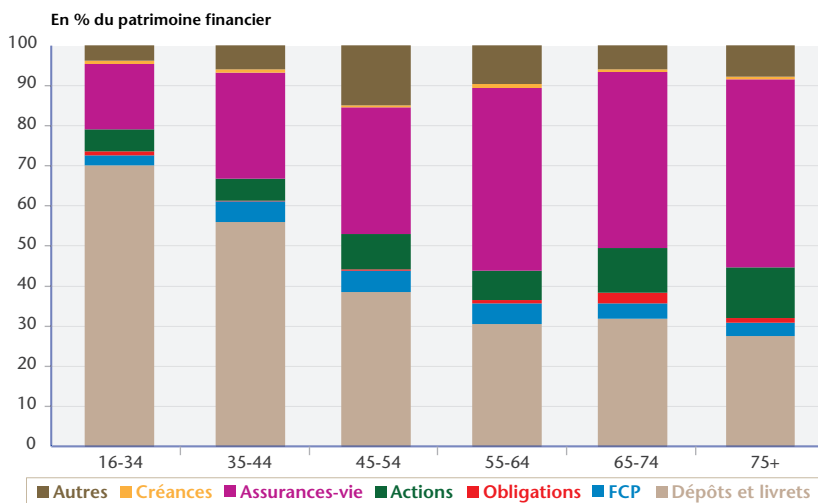
3. Cette « photographie » en coupe des niveaux de patrimoine ne permet cependant pas de différencier les effets proprement liés à l'âge et donc au cycle de vie de ceux de génération (*i.e.* à âge donné, des générations différentes peuvent faire face à des conditions de l'environnement économique différentes et donc avoir des comportements d'accumulation et d'allocation de l'épargne eux aussi différents). Seules des données de panel permettent de séparer ces deux effets.

En Allemagne, les structures sont très proches, avec un pic atteint pour le patrimoine immobilier moyen autour des mêmes classes d'âges (65-74 ans, 141 800 euros), mais un patrimoine financier en fonction de l'âge présentant une courbe en cloche, le maximum étant atteint entre 45 et 64 ans. Aux États-Unis, le patrimoine immobilier médian maximal est détenu par les 55-64 ans, tandis que pour le patrimoine financier il s'agit de la tranche d'âge 65-74 ans.

3.2. Des portefeuilles financiers qui se diversifient avec l'âge

La fraction du patrimoine financier investie dans les assurances-vie augmente continûment sur le cycle de vie : 16,5 % pour les moins de 35 ans contre plus de 45 % pour les plus de 55 ans. La part des valeurs mobilières (FCP, obligations et actions) détenue dans les portefeuilles des plus de 65 ans (17 %) est le double de celle présente dans les portefeuilles financiers des moins de 35 ans (9 %). D'autres actifs connaissent une tendance inverse : la part du patrimoine financier détenue sous forme de liquidités (dépôts et livrets) ou d'épargne disponible et non risquée est de 70 % chez les jeunes mais seulement de 30 % chez les plus âgés (graphique 6).

Graphique 6. Structure du patrimoine financier par âge

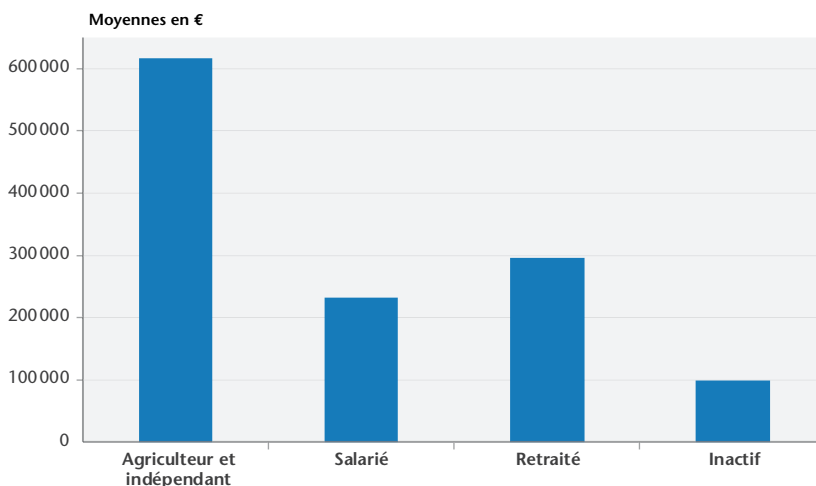


Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

3.3. Des patrimoines plus importants chez les agriculteurs et les indépendants

Le graphique 7 présente le patrimoine moyen des ménages en fonction de la situation de la personne de référence sur le marché du travail (agriculteurs et indépendants, salariés, retraités, inactifs). De manière assez intuitive (besoins de précaution face aux aléas du revenu, préparation individuelle de la retraite, hétérogénéité plus forte des niveaux de revenus), les ménages dont la personne de référence est agriculteur ou indépendant (y compris professions libérales) disposent des patrimoines les plus importants, tout du moins ceux qui sont encore en activité : plus de 600 000 euros par ménage. Le patrimoine moyen des retraités représente environ 300 000 euros, soit environ 70 000 de plus que celui des salariés : cette différence traduit également des effets d'âge mis en évidence précédemment. Les inactifs, eux, disposent en moyenne d'un patrimoine de 100 000 euros.

Graphique 7. Patrimoine moyen et situation sur le marché du travail

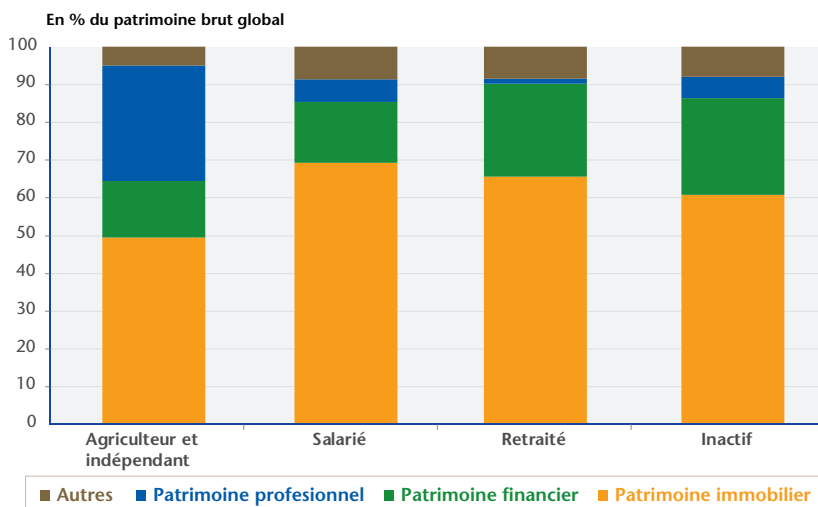


Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

Une concentration sur la nature du patrimoine détenu permet de mettre en évidence les principales caractéristiques du patrimoine de chaque catégorie. Ainsi, le patrimoine professionnel représente plus de 30 % du montant total du patrimoine des agriculteurs et indépendants, contre 50 % pour leur patrimoine immobilier. Il s'agit de la catégorie pour laquelle la part du patrimoine financier est la plus faible. Pour les autres catégories, le patrimoine immobilier représente entre 60 % et 70 % en moyenne de l'ensemble de la richesse détenue par les

ménages. Le patrimoine financier varie considérablement selon la catégorie, allant de 15 % du total environ pour les salariés à plus de 25 % pour les retraités et inactifs (personnes ni en situation d'emploi, ni au chômage : étudiants ne travaillant pas, personnes au foyer, personnes en incapacité de travailler, etc.) (graphique 8).

Graphique 8. Structure du patrimoine et situation sur le marché du travail



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

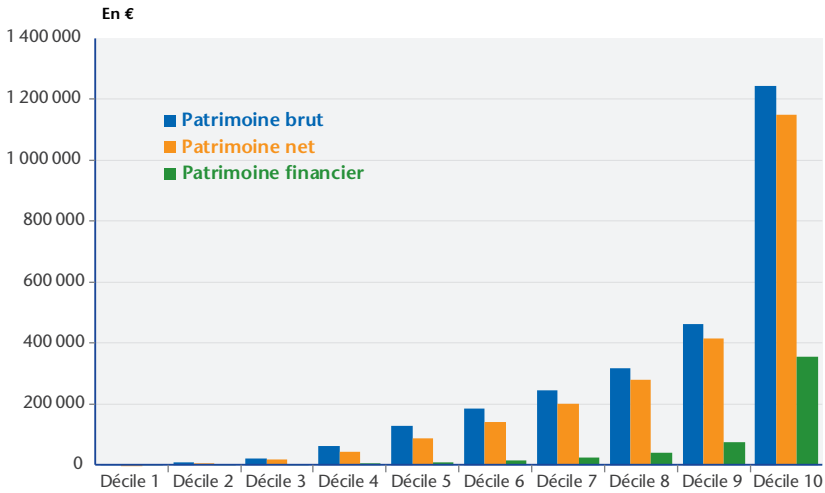
3.4. Une relation croissante entre le patrimoine et le niveau d'études

Les chiffres agrégés masquent des hétérogénéités fortes tenant à la fois au niveau de revenus et au niveau d'études (*cf.* graphique 9).

Le patrimoine immobilier des ménages dont la personne de référence est diplômée du supérieur long représente près de 3,5 fois celui des non diplômés (374 000 euros contre 111 500 euros). Pour le patrimoine financier, ce rapport est de 4,4 (respectivement 164 500 euros contre 37 250 euros).

En Allemagne, le même type de relation croissante entre le patrimoine et le niveau d'études peut être observé, avec un patrimoine immobilier moyen évoluant du simple au quadruple et un patrimoine financier évoluant dans un rapport de 1 à 7 selon le niveau d'études. La relation croissante entre niveau d'études et patrimoine net est également observée parmi les ménages américains, et elle a tendance à se renforcer : en 2013, le patrimoine net médian des non diplômés est de 17 200 dollars, contre 219 400 dollars pour les diplômés du supérieur.

Graphique 9. Patrimoine moyen par niveau de diplôme



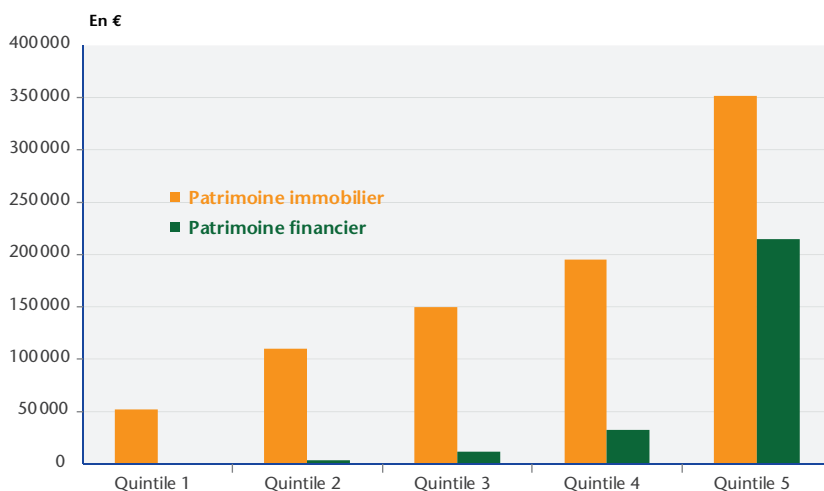
Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

3.5. Le patrimoine financier des ménages est concentré sur les hauts revenus

Le patrimoine financier moyen détenu par les ménages gagnant les plus faibles revenus est modique et pratiquement inexistant pour les deux premiers quintiles de revenus (cf. graphique 10). Leur richesse financière est quasi exclusivement constituée de comptes courants ou de livrets d'épargne. Le patrimoine financier moyen du dernier quintile de revenus (215 000 euros) est plus de 6,5 fois supérieur à celui du quatrième quintile (33 000 euros), ce qui illustre la concentration au niveau des plus hauts revenus de placements financiers à encours importants. Cette relation non linéaire confère à l'épargne financière les propriétés d'un bien de luxe (bien dont l'élasticité au revenu est particulièrement élevée).

L'évolution du patrimoine immobilier en fonction des revenus est beaucoup plus régulière : les ménages appartenant au 1^{er} quintile de revenus disposent en moyenne d'un patrimoine immobilier de 50 000 euros, tandis que ceux du 4^e quartile possèdent un patrimoine immobilier de 200 000 euros environ. Le passage au 5^e quintile marque une rupture mais moins spectaculaire que pour le patrimoine financier, le patrimoine immobilier étant pratiquement multiplié par deux (1,8).

Graphique 10. Patrimoine moyen par niveau de revenu



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

3.6. La structure du patrimoine financier est liée au niveau d'éducation

Si la détention de dépôts et livrets est généralisée parmi les ménages français (taux de détention supérieur à 99 %), celle des autres produits financiers dépend sensiblement du niveau de diplôme, ce qui peut illustrer non seulement les disparités de revenus afférentes, mais également le rôle de l'éducation, en particulier financière (*financial literacy*), dans les choix de portefeuille. Ainsi, l'assurance-vie et l'épargne-retraite, qui constituent la deuxième catégorie d'actifs les plus détenus (39,4 % des ménages au total), le sont beaucoup plus par les ménages dont la personne de référence a suivi un cycle d'études supérieur (autour de 45 %) que par ceux ne disposant pas de diplôme (environ 30 %). La détention d'actions, fonds communs de placement et autres produits financiers marque le plus de différences : le taux de détention pour les plus diplômés est de 5 (actions) à 8 fois (fonds communs de placement) plus élevé que pour les catégories de ménages dont les personnes de référence sont les moins diplômées. La détention directe d'obligations est beaucoup plus rare mais elle met les mêmes disparités en évidence (tableau 1).

Tableau 1. Taux de détention des actifs financiers par niveau de diplôme (en %)

Niveau de diplôme	Pas de diplôme ou Primaire	Secondaire (1 ^{er} cycle)	Secondaire (2 nd cycle)	Supérieur court	Supérieur long	Total
Dépôts et livrets	99,28	97,65	99,05	99,61	10,00	99,10
FCP	2,89	6,76	6,95	15,46	23,40	8,80
Obligations	0,81	0,72	0,80	2,11	3,87	1,20
Actions	5,14	6,56	10,38	20,60	25,25	12,00
Assurances Vie et épargne retraite	29,68	30,89	38,62	46,81	44,06	38,40
Créances	3,16	4,91	04,60	07,05	05,58	5,10
Autres	5,67	7,17	09,70	14,21	21,15	10,00

Source : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

4. Un risque financier sur les ménages relativement contenu

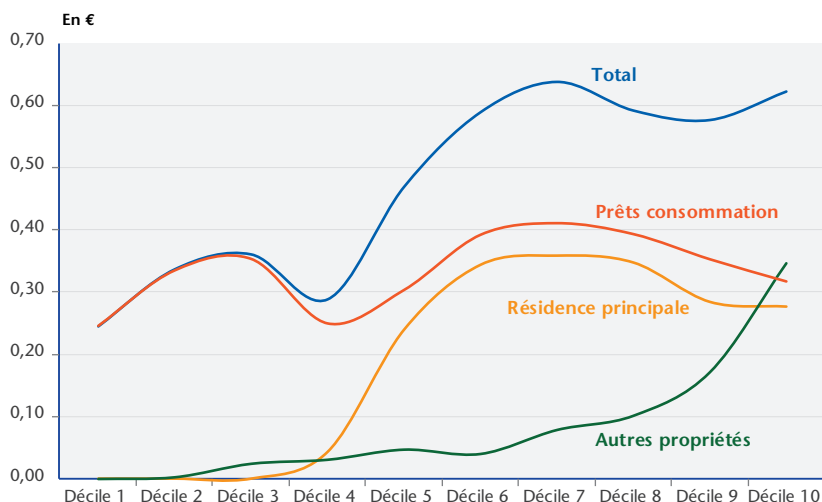
La part des ménages endettés en France aujourd'hui se situe globalement à 47,2 % : un tiers des ménages sont endettés pour leur consommation (33,6 %) et un quart des ménages détiennent des crédits immobiliers (24,3 %).

4.1. Un comportement d'endettement largement diffusé au-delà de la médiane de patrimoine

La détention de dette n'est pas uniforme selon le niveau de patrimoine du ménage : elle augmente continûment en fonction du patrimoine, sauf pour les patrimoines les plus élevés, mais pour des motifs différents. Ainsi, la dette des ménages les moins aisés est exclusivement constituée de crédits à la consommation, tandis que la détention de crédits immobiliers affectés à l'achat de la résidence principale concerne essentiellement les ménages appartenant aux classes moyennes.

Pour les plus hauts patrimoines, les crédits immobiliers sont moins affectés à la détention de la résidence principale qu'à l'achat d'autres propriétés, qui peuvent correspondre soit à des résidences secondaires occupées par le ménage, soit des investissements locatifs. À ce titre, il est à noter que la détention de crédits immobiliers pour d'autres propriétés que la résidence principale est fortement croissante avec le niveau de patrimoine.

Graphique 11. Part de ménages endettés par niveau de patrimoine



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

Enfin, les crédits à la consommation sont majoritairement détenus par des ménages dont le patrimoine est supérieur à la médiane, car ils présentent à la fois des besoins de financement (achat de véhicules ou d'équipement ménager) et un faible risque de solvabilité (graphique 11).

Cette dette est essentiellement portée par les ménages les plus aisés (la dette moyenne du centile supérieur est plus de 80 fois supérieure à celle du quartile de ménages les moins riches) et finance des achats immobiliers. De manière relativement intuitive, le montant emprunté augmente avec la valeur du patrimoine (tableau 2).

Tableau 2. Dettes moyennes par ménage endetté selon le niveau de patrimoine brut

En euros				
Percentiles	Total	Résidence principale	Autres propriétés	Prêts consommation
0-25	5 012	—	18 244	4 719
25-50	31 587	59 148	44 959	11 786
50-70	71 487	92 913	51 465	20 234
70-90	87 080	103 075	76 289	21 187
90-99	156 405	122 623	146 887	42 470
99-100	415 624	221 581	393 873	64 243
Ensemble	70 996	96 427	111 317	17 360

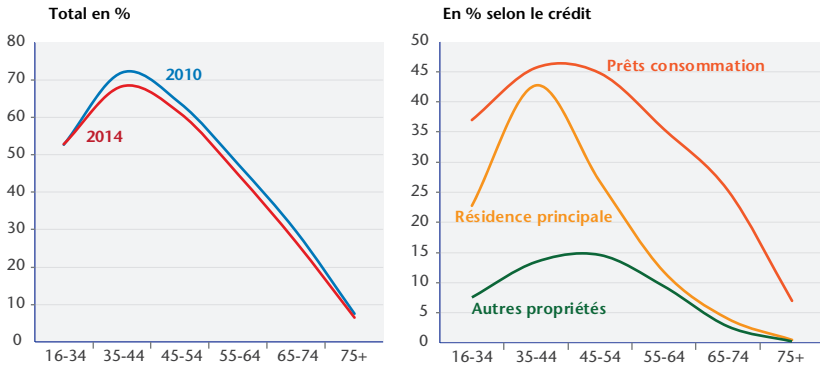
Source : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

4.2. Forte liaison de l'endettement au cycle de vie du ménage

Dans le modèle du cycle de vie, en l'absence de contraintes de crédit, les ménages empruntent pour lisser les chocs de revenus subis, en anticipation de futurs revenus, ou bien encore pour se porter acquéreurs de biens durables, immobiliers ou autres. Le recours au crédit doit donc se produire majoritairement à des âges suffisamment précoces caractérisés par un patrimoine relativement faible et une capacité d'endettement plus importante. La courbe de l'endettement en fonction de l'âge devrait donc suivre une courbe « en cloche ».

Le graphique 12 représente la part de ménages endettés en fonction de l'âge de la personne de référence du ménage (typiquement celle disposant des revenus les plus élevés). Il confirme que la participation au marché de la dette est plus importante pour les ménages jeunes, le pic étant atteint pour les ménages dont la personne de référence a entre 35 et 44 ans, et décroît aux âges les plus élevés observés dans l'enquête, le taux d'endettement des plus de 75 ans étant inférieur à 10 %.

Graphique 12. Part de ménages endettés par âge



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

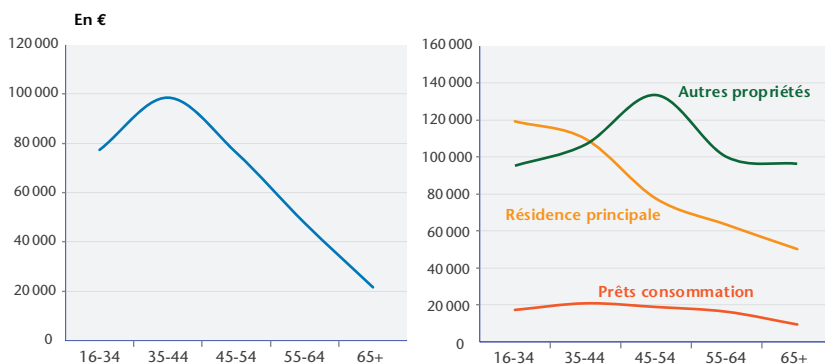
Une décomposition plus fine de l'endettement permet de dresser un tableau plus détaillé, montrant notamment le séquençage du type de crédit souscrit en fonction de l'âge. La hiérarchie de la prévalence du crédit par catégorie d'âge reste figée : le crédit à la consommation est celui qui est le plus souscrit par les ménages, devant le crédit affecté à l'achat de la résidence principale, puis celui dédié à d'autres propriétés. Le taux de participation maximal, près de 45 %, est observé autour de 40 ans pour les crédits correspondant à l'achat de la rési-

dence principale, mais plutôt autour de 50 ans pour l'achat d'autres propriétés (autour de 15 %). Les plus de 60 ans participent très peu au marché du crédit immobilier (taux de détention inférieur à 10 %), tandis que la détention de crédit à la consommation ne marque de baisse sensible que pour les âges les plus élevés (plus de 70 ans). De même, le crédit souscrit pour d'autres résidences que la principale atteint un pic autour de 50 ans.

Le montant moyen de l'endettement par ménage endetté décroît lui aussi avec l'âge, en marquant un pic autour de 40 ans (autour de 100 000 euros) : il n'est plus que de 40 000 euros autour de 60 ans, par exemple. Le montant moyen de l'endettement à la consommation suit un profil identique à celui du taux de participation : de 20 000 euros en moyenne autour de 40 ans, il décroît régulièrement aux classes d'âge plus élevées. En lien avec les hypothèses développées ci-dessus, le montant emprunté pour l'achat de la résidence principale décroît avec l'âge, tandis que celui des crédits affectés aux autres résidences marque un pic élevé autour de 50 ans, pouvant correspondre à l'achat d'une résidence secondaire après celui de la résidence principale (graphiques 13).

À titre de comparaison, en Allemagne, le taux de participation maximal est atteint sur la tranche d'âge 35-44 ans (62 % d'entre eux sont endettés, en moyenne pour 76 200 euros). Les taux de détention de dette des ménages américains sont plus élevés : environ 75 % des ménages sont endettés.

Graphique 13. Dettes moyennes par ménage endetté selon l'âge

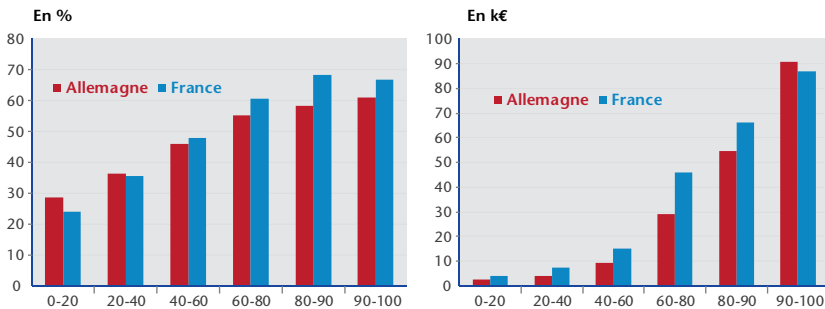


Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

Les données de l'enquête HFCS permettent d'aller plus loin dans la comparaison de l'endettement en France et en Allemagne. Si le taux de détention de crédits est relativement similaire (45,1 % en Allemagne contre 47,2 % en France), les ménages français recourent bien davantage au crédit immobilier (24,3 % contre 20,4 %) et présentent des montants d'endettement médians plus élevés (27 000 euros contre 15 200 euros), fait observé à la fois pour les crédits immobiliers et les crédits à la consommation, qui représentent en France 17,5 % de l'endettement, contre 12 % pour les ménages allemands.

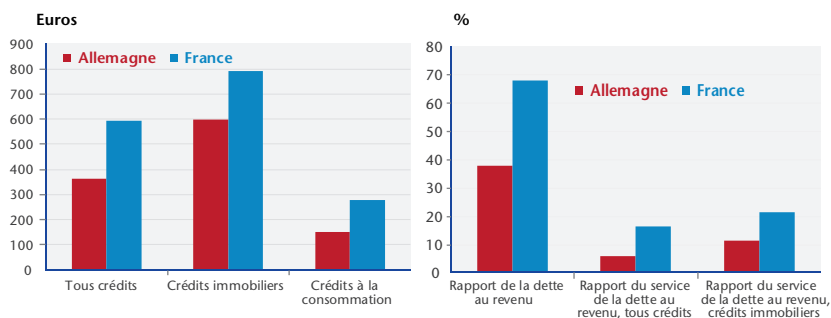
Tant le taux de détention de crédit que le montant de la dette par niveau de revenu indiquent un accès au crédit légèrement plus élevé en Allemagne pour les ménages aux revenus les plus faibles qu'en France, mais pour des montants plus faibles (graphiques 14).

Graphique 14. Taux de détention (%) et montant médian (k€) de dette en fonction du percentile de revenus



Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

Les montants médians (cf. graphique 15) de remboursement de crédits apparaissent plus élevés en France qu'en Allemagne, quel que soit le type de crédit considéré (environ 800 euros en France contre 600 euros en Allemagne), de même que les principaux ratios d'endettement des ménages (rapports de la dette au revenu, du service de la dette au revenu et du service de la dette immobilière au revenu), en lien avec des montants médians de dette généralement plus faibles dans un contexte de marché immobilier moins tendu. En particulier, il est frappant que le ratio du service de la dette au revenu augmente avec le revenu en Allemagne (6,5 % pour le premier quintile de revenus contre 9 % pour le dernier quintile) quand il baisse en France, pour des niveaux beaucoup plus élevés (22,6 % et 17,4 % respectivement).

Graphique 15. Montant médian de remboursement de crédits (euros) et principaux ratios d'endettement (%)

Sources : Banque de France (enquête HFCS 2015), calculs des auteurs.

5. Un fait marquant depuis la crise de 2008 : la forte chute du nombre d'actionnaires

Les données transversales des enquêtes Patrimoine de l'Insee en 2004, 2010 et 2014 (Arrondel et Coffinet, 2018) montrent que la baisse régulière du taux d'actionnaires (tableau 3) concerne aussi bien la détention directe qu'indirecte (FCP-actions), les particuliers et les ménages, et impacte tous les âges depuis 2004. Cette baisse uniforme selon l'âge, ainsi que le maintien d'une épargne financière élevée, ne permettent pas d'attribuer la diminution de l'actionnariat à un report de l'épargne sur l'immobilier. Seuls échappent à cette baisse de la détention d'actifs risqués, les contrats d'assurance-vie en unités de compte. Leur diffusion globale, inchangée entre fin 2010 et fin 2014, ne peut cependant expliquer la baisse de la détention des autres produits actions.

Tableau 3. Diffusion des valeurs mobilières et des assurances vie (2004-2014)

En %

Percentiles	Total 2004	Total 2010	Total 2014
Actions en direct	15,4	13,5	9,9
FCP-Actions	6,7	4,6	3,0
Obligation ou FCP-Obligation	2,6	2,1	1,4
Autres valeurs mobilières	2,8	2,0	1,0
Assurances Vie en unité de compte	8,8	12,1	12,0
Assurances Vie en euros	16,5	23,9	26,2
Bons de Capitalisation	0,8	0,4	0,3

Note de lecture : (merci à l'auteur de vérifier et rédiger la note de lecture)

Source : Enquête Patrimoine 2004-2010-2014 (INSEE)

L'alourdissement de la fiscalité actions depuis 2008, surtout fin 2012 (passage au taux marginal sur les revenus du capital comme sur les revenus du travail), pourrait avoir en revanche joué un rôle dans cette baisse – les contrats en unités de compte y auraient échappé du fait du traitement fiscal préférentiel dont ils ont continué à bénéficier. L'instauration d'une *flat tax* limitée (30 %) sur les revenus du capital, sur le modèle scandinave, pourrait donc nuire à la diffusion des contrats en unités de compte au bénéfice d'autres produits actions.

Cette explication fiscale doit cependant être relativisée : la baisse sensible de la détention directe comme indirecte d'actions se retrouve entre 2010 et 2014 en Allemagne, en Italie, en Espagne et aux Pays-Bas, soit dans des pays qui n'ont pas connu le même « choc fiscal » de 2008 à 2012 que la France. En revanche, les nouvelles règles prudentielles pour les sociétés d'assurance-vie (fin 2009) et les banques (fin 2010) ont impacté l'ensemble des pays et pourraient avoir joué sur l'offre de placements risqués. Les explications avancées jusqu'ici sont utiles mais laisseront le lecteur sur sa faim. Pour les professionnels notamment, la chute du nombre d'actionnaires pendant la crise serait encore imputable à une hausse de l'aversion pour le risque et une perte de confiance dans leur banque des épargnants. Qu'en est-il vraiment ?

Du côté de la demande, les comportements de moins en moins risqués des ménages depuis la crise peuvent être attribués, selon la théorie économique, à trois types de facteurs : les préférences (moindre tolérance au risque) ; les ressources disponibles (plus faibles ou plus risquées) ; les anticipations de prix d'actifs, *i.e.* des anticipations boursières plus pessimistes, ou une perte de confiance (générale ou spécifique). Or, les remèdes adaptés à la baisse de l'actionnariat varient beaucoup selon le poids respectif de ces trois catégories de facteurs.

Arrondel et Masson (2017 a et b) aboutissent aux conclusions suivantes :

- La *psyché* des épargnants n'a pas changé pendant la crise : leur aversion (ou plutôt leur attitude générale) face au risque est restée globalement stable sur la période. Les deux chocs de 2008 et 2011 n'ont pas eu d'incidence statistique sur les préférences (les variations individuelles pouvant être assimilées à des bruits blancs). En revanche, la tolérance au risque diminue (modérément) avec l'âge pour les mêmes ménages au cours du temps ;
- Les anticipations de la prime de risque sur le marché boursier ont été très pessimistes en 2007 et 2009, et plus encore fin 2011 ; elles remontent un peu après (fin 2014) ;

- La confiance spécifique des clients dans leur banque, qui avait diminué entre 2009 et 2011, est revenue fortement fin 2014 ;
- Parallèlement, les intentions d'investissement exprimées par les ménages, de moins en moins en faveur d'actifs risqués entre 2007 et 2011, se redressent un peu fin 2014 ;
- Parmi les facteurs susceptibles d'influer (économétriquement) sur la variation de la détention d'actions au cours de la période, les variations individuelles de préférence sont sans effet et le fait d'avoir été « touché par la crise » a un effet (négatif) limité ; la dégradation des anticipations boursières et la perte de confiance dans sa banque sont les principaux facteurs explicatifs de la baisse de la détention d'actions du côté de la demande des ménages.

Si les épargnants sont restés stoïques pendant la crise jusqu'à la fin de 2014, leurs perceptions du monde ont en revanche changé, contribuant à expliquer leur désaffection pour les actions. Reste une « énigme » du côté de la demande : les anticipations boursières, le degré de confiance dans sa banque, mais aussi les intentions d'investissement en placements risqués remontent à la fin 2014 : autrement dit, les facteurs a priori les plus susceptibles d'expliquer la baisse de la détention d'actions jusqu'à la fin 2012 jouent plutôt dans le sens contraire après cette date... mais la chute du taux d'actionnaires continue jusqu'en 2017.

Au-delà d'un « effet de retard » dans les réponses comportementales, la solution est sans doute à rechercher du côté de l'offre. En effet, il semble crucial de tourner davantage l'offre de conseil bancaire vers les produits actions (détention directe et même indirecte), notamment via l'amélioration de la formation économique des conseillers financiers.

6. Conclusion

Basé sur les données de la deuxième vague de l'enquête *Household Finance and Consumption Survey* collectées en 2014-15, cet article met en évidence la disparité et la nature des déterminants du patrimoine des Français. Les résultats sont dans la lignée de ceux issus de la précédente vague datant de 2009-2010.

En moyenne, chaque ménage français déclare posséder environ 278 600 euros de patrimoine brut. La moitié d'entre eux possède moins de 159 400 euros, l'autre moitié davantage. Ils sont près d'un

ménage sur deux à être endetté quelle que soit la nature de la dette, l'endettement moyen s'élevant à environ 37 000 euros. Le décile des Français les plus riches détient environ 46 % de la richesse totale, le centile le plus aisé, environ 15 %.

Les montants de patrimoines détenus dépendent fortement de la position du ménage dans son cycle de vie et de son revenu permanent, lui-même lié à sa situation sur le marché du travail et à son niveau de diplôme. En particulier, la structure du patrimoine financier est fortement déterminée par le niveau de patrimoine et d'éducation : les actifs risqués, davantage sujets à des coûts de transaction et d'information, sont ainsi détenus en majorité par les ménages aisés et diplômés. Le patrimoine immobilier atteint un maximum autour de 65 ans pour diminuer ensuite, tandis que l'endettement immobilier concerne davantage les ménages autour de 40 ans. Les portefeuilles financiers se diversifient avec l'âge, la part des dépôts et livrets diminuant alors que celle des assurances-vie et des actions augmente.

Une des principales évolutions des comportements patrimoniaux entre 2009-2010 et 2014-2015, date des deux vagues de l'enquête, concerne les placements en valeurs mobilières. Comme l'ont montré d'autres études, les Français semblent se désintéresser de plus en plus des actifs risqués en général et du marché boursier en particulier : ils ne sont ainsi qu'un peu moins de 12 % à détenir directement des actions cotées, soit une baisse de 3 points en 4 ans. Cette tendance n'est cependant pas nouvelle puisque son origine remonte à la crise financière de 2008. L'analyse des informations fournies par les différentes vagues de l'enquête « patrimoine », mais également par d'autres sources, permet d'en analyser les causes et ainsi d'alimenter le débat sur des possibles réformes quant à l'orientation de l'épargne. Ainsi, une politique de relance de l'actionnariat devra davantage mettre l'accent sur l'offre de conseils, ou encore créer un choc de confiance global, économique et social, par des politiques macroéconomiques instaurant un environnement plus stable et moins incertain, des réformes conduisant à assurer la fiabilité et éclairer l'avenir de notre protection sociale, ou encore des innovations financières garantissant une transformation mieux adaptée de l'épargne financière en investissements productifs, gérés dans des fonds dédiés par des investisseurs responsables.

Cette deuxième vague de l'enquête HFCS constitue le point de départ du panel sur les patrimoines européens dont les différentes vagues auront lieu tous les trois ans. Ainsi, une grande partie des

ménages interrogés en 2014-2015 le sera à nouveau lors de la prochaine vague de l'enquête en 2017-2018. L'avantage de disposer de données de panel pour analyser les patrimoines est pluriel : elles permettent, entre autres, de séparer les effets d'âge des effets de génération et de mieux identifier les facteurs explicatifs des changements comportementaux.

Références

- Accardo J., R. Coppoletta-Solotareff, A. Ferrante et M. Romani, 2016, « La détention d'actifs patrimoniaux début 2015 », in INSEE, *Les revenus et le patrimoine des ménages*, Edition 2016, 23-37.
- Arrondel L. et J. Coffinet, 2018, « Demand For Stocks in the Crisis: France 2004-2014 », *PSE Working Papers*, n° 2018-17.
- Arrondel L. et A. Masson, 2017a, « La chute du taux d'actionnaires français depuis la crise : une énigme ? », (bilingue français-anglais), *Opinions & Débats*, n° 17, Institut Louis Bachelier.
- Arrondel L. et A. Masson, 2017b, « Why Does Household Demand for Shares Decline during the Crisis? », (bilingue français-anglais), *Economics and Statistics*, n° 494-495-496, pp. 155-178.
- Banque centrale européenne, 2016a, « The Household Finance and Consumption Survey: Results from the Second Wave », *European Central Bank Statistics Paper Series*, n° 18, décembre.
- Banque centrale européenne, 2016b, « The Household Finance and Consumption Survey: Methodological Report for the Second Wave », *European Central Bank Statistics Paper Series*, n° 17, décembre.
- Banque de France, 2016, *Enquête sur le patrimoine et l'endettement des ménages. La situation de la France*. Communiqué de presse du 23 décembre.
- Bundesbank, 2016, « Household wealth and finances in Germany: results of the 2014 survey », *Deutsche Bundesbank monthly report*, p. 57-82, mars.
- Federal Reserve Board, 2014, « Changes in U.S. Family Finances from 2010 to 2013: Evidence from the Survey of Consumer Finances », *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 100, n° 4, septembre.

