

Patrimoine et comportements d'épargne, les apports de l'enquête *Patrimoine 2010*

Jérôme Accardo *, Luc Arrondel ** et Pierre Lamarche ***

Patrimoine : le retour...

La parution de ce numéro spécial d'*Économie et Statistique* sur le patrimoine ne pouvait pas mieux tomber. Elle intervient au moment où le succès du livre de T. Piketty, *Le capital au XXI^e siècle*, a réveillé l'intérêt du monde académique et du grand public pour la thématique de l'accumulation des richesses et l'enjeu que constitue la croissance des inégalités de patrimoine.

Quelles que soient les réserves et les critiques dont le livre a pu faire l'objet, le constat semble clair : la plupart des pays européens et les États-Unis connaissent un retour des inégalités de patrimoine depuis les années 70, inégalités dont la tendance était à la baisse depuis la fin de la première guerre mondiale. Cet accroissement de l'inégalité de patrimoine s'accompagne de plus d'une augmentation du rapport des héritages sur le revenu national. Ces thèmes développés dans l'ouvrage de Piketty sont familiers aux lecteurs des trois numéros spéciaux qu'*Économie et Statistique* a consacré depuis 1996 aux enquêtes sur le patrimoine. Le livre appelle aussi d'autres questions : le rôle croissant de l'héritage sur l'accumulation du patrimoine ne remet-il pas en cause un modèle « méritocratique » davantage axé sur la valorisation du capital humain ? La hausse des inégalités a-t-elle été un élément déclenchant de la crise financière ? Quel est le niveau d'inégalité acceptable dans nos sociétés modernes ? Faut-il réformer la fiscalité du patrimoine et comment ... ?

Si l'objet, le patrimoine des ménages, est identique, le microscope n'est pas placé aux mêmes endroits, les cartes utilisées ne sont pas aux mêmes échelles : Piketty s'intéresse avant tout aux plus hauts patrimoines, au décile (10 %) au centile (1 %), voire au millime (0,1 %) supérieur de la population. Son livre privilégie les données de nature fiscale et ne fait que très peu référence aux recherches issues des enquêtes *Patrimoine* qui, elles, s'efforcent de décrire l'ensemble de la distribution. Ces données d'enquête complètent pourtant très utilement la source fiscale. La combinaison des deux sources permet par exemple de mieux comprendre la complexité des inégalités de patrimoine, ce qu'on pourrait appeler leur aspect « fractal » (on mesure autant d'inégalités au sein du centile supérieur que dans la population totale) ou encore d'éclairer des évolutions

Rappel :

Les jugements et opinions exprimés par les auteurs n'engagent qu'eux mêmes, et non les institutions auxquelles ils appartiennent, ni a fortiori l'Insee.

* Insee, Département des ressources et des conditions de vie des ménages.

** CNRS-Paris School of Economics et Banque de France.

*** Banque centrale européenne.

d'ensemble qu'il importe de garder à l'esprit, à commencer par le creusement des inégalités entre 1998 et 2010, surtout entre propriétaires et locataires, mais aussi entre détenteurs d'un portefeuille financier et les autres (Insee, 2012).

Patrimoine : « vive la crise » ?...

La parution de ce numéro spécial tombe à point nommé pour une autre raison. La crise économique et financière que nous connaissons depuis 2008 n'a pas « épargné » les épargnants. Il est donc primordial d'étudier ce qui a changé dans leurs comportements patrimoniaux. À cette fin, les données des enquêtes *Patrimoine* 2004 et 2010 fournissent deux points intéressants (Arrondel *et al.*, 2011), même si les informations, collectées en coupe transversale, ne concernent pas les mêmes ménages (cf. *infra*).

Différentes études ont ainsi mis en évidence que durant la « grande récession », les épargnants ont montré une plus grande prudence dans leurs investissements. Ceci s'est traduit en particulier par une chute du nombre d'actionnaires et une hausse des dépôts liquides et sûrs. Même si les causes de cet excès de prudence ne font pas consensus (choc de préférences *via* une hausse supposée de l'aversion au risque ou simple réaction de repli face à un environnement moins favorable et plus incertain...), il semble néanmoins que cette frilosité des ménages dans leur épargne s'explique en priorité par leur pessimisme vis-à-vis du futur : leurs anticipations concernant le marché du travail et celui des actifs financiers ont été largement revues à la baisse (voir Arrondel et Masson, 2014, dans cette même revue).

Plus structurellement, la faiblesse de la participation des épargnants au marché boursier constitue une énigme bien connue des économistes (« *stock participation puzzle* ») : l'épargne des ménages français est-elle alors bien orientée ? Fort de ce constat, différents rapports¹ se sont interrogés sur la nature que devait prendre l'épargne des Français, cherchant en particulier les moyens d'inciter les individus à prendre davantage de risque dans leur portefeuille et à privilégier le long terme dans leurs placements. L'idée sous-jacente est qu'une épargne davantage productive permettrait d'activer un levier de croissance potentiel.

Les mesures et solutions proposées pour stimuler la demande d'actifs risqués dépendent alors principalement des lunettes que l'on chausse pour analyser les faits empiriques, autrement dit du courant théorique adopté : modèle standard de l'épargnant prêtant une certaine rationalité aux choix de l'individu ; ou bien finance comportementale mettant en avant ses biais cognitifs, ses émotions, son ignorance financière, voire son irrationalité pour expliquer ses décisions. Là encore, les données des enquêtes *Patrimoine* peuvent aider à argumenter telle ou telle préconisation de politique économique.

Au-delà du débat sur l'orientation de l'épargne, ces recherches sur la rationalité de l'épargnant éclairent celui, plus général, autour de l'idée d'une politique d'activation de l'individu, prônant la responsabilité individuelle comme solution aux difficultés attendues du financement de la protection sociale, notamment en matière de retraite et de santé (vieillesse et dépendance) et qui appelle de ses vœux un épargnant « nouveau ».

1. Voir par exemple le rapport Berger-Lefebvre sur l'épargne financière (2013).

La nécessité de mieux analyser le patrimoine

Comme les précédents, parus respectivement en 1996, en 2005 et en 2008, ce quatrième numéro qu'*Économie et Statistique* consacré entièrement à l'analyse économique du patrimoine des ménages propose plusieurs articles qui, pour la plupart, prennent largement appui sur les données collectées par les enquêtes *Patrimoine* réalisées par l'Insee tous les 6 ans depuis 1986. Comme eux, il entend contribuer à l'économie du patrimoine des ménages, entendue comme cette partie de la discipline économique qui s'efforce de décrire les processus suivant lesquels les ménages accumulent (ou désaccumulent) de l'épargne, et dont l'importance s'est affirmée toujours davantage depuis trois décennies.

Si, en effet, la notion de patrimoine a longtemps paru aux économistes comme secondaire par rapport aux variables de flux que sont le revenu et la consommation, ainsi que le notait la préface du numéro de 2008 (Arrondel, Masson et Verger, 2008), les choses ont changé et on ne discute plus l'utilité de disposer de connaissances solides sur la situation et les comportements patrimoniaux des ménages pour traiter de questions de politique économique centrales telles que la monnaie, l'investissement, la croissance, la protection sociale, la redistribution, la dette publique ou encore la fiscalité.

Dans la variété des thèmes qui ont un lien avec l'économie des patrimoines, trois se dégagent par leur caractère structurant.

Le premier est ce thème de l'inégalité de la répartition des patrimoines, celui que les travaux de T. Piketty ont ramené sur le devant de la scène. On sait qu'elle est toujours nettement plus marquée que celle des revenus : en France, par exemple – mais on observe une situation analogue dans la plupart des pays, le coefficient de Gini de cette distribution est de l'ordre du double de celui de la distribution des revenus (Insee, 2014) – cette estimation étant d'ailleurs un des apports de l'économie du patrimoine et ses enquêtes.

Expliquer cet écart a toujours constitué un enjeu majeur des modèles d'accumulation patrimoniale. Le sujet est, du reste, tout sauf académique puisqu'il constitue un des éléments du débat sur l'origine des inégalités patrimoniales. Il est d'autant plus complexe qu'au-delà de l'inégalité de la distribution à un instant donné, il faut aussi considérer celle se déployant dans le temps. Elle soulève un ensemble de questions difficiles (mesure de l'inégalité sur l'ensemble du cycle de vie, inégalité entre générations, reproduction des inégalités), compliquées par la nécessité d'individualiser les patrimoines, le ménage ne constituant pas une unité d'analyse forcément pérenne, ce qui à son tour engendre des problèmes empiriques et conceptuels.

Rétrospectivement, les économistes ont longtemps cru ou feint de croire que l'essentiel du patrimoine provenait de l'épargne accumulée au cours du cycle de vie, par prévoyance (pour la retraite) ou par précaution (pour s'assurer contre les risques de la vie que ne couvre pas l'assurance privée ou sociale). Les héritages jouaient dans cette conception du patrimoine un rôle secondaire, accidentel, sauf pour les plus riches. Cette vision, confortée par les travaux du père de la théorie du cycle de vie, Franco Modigliani, et de ses disciples, était rassurante pour ceux qui veulent croire en une certaine égalité des chances et au rôle du mérite. *A contrario*, Piketty montre que pour la France, cette vision d'un monde fondée sur la méritocratie ne fut pertinente que pendant les quelques décennies qui ont suivi la seconde guerre mondiale. Avant cela et depuis 1970, l'essentiel de la richesse proviendrait des héritages ou donations. En d'autres termes, la richesse

serait en train de redevenir une richesse de rentiers et non plus d'épargnants méritants. Frank Knight ne disait-il pas dès les années 1920 que la détention d'un patrimoine était un « *mélange complexe d'héritage, de chance et d'effort, probablement dans cet ordre d'importance* »...

Le second grand thème est celui des déterminants de l'épargne et des formes sous lesquelles elle se réalise. Bien entendu, les économistes du patrimoine ne sont pas les seuls à s'y intéresser. Elle concerne tout autant les macroéconomistes – monétaires ou financiers, les comptables nationaux, les économistes des banques centrales ou les économistes de marché.... Pour sa part, l'économie du patrimoine s'efforce plus précisément de comprendre la façon dont les ménages choisissent leur niveau d'épargne et l'allouent entre les différents actifs disponibles. Son apport consiste dans la confrontation des modèles de la microéconomie financière à la réalité des pratiques des ménages. Elle permet par exemple de mettre en évidence les écarts entre les portefeuilles patrimoniaux prédits par les modèles de la théorie et ceux effectivement observés. Ou encore d'éprouver la pertinence empirique des concepts de la théorie, comme par exemple celui d'aversion au risque (Arrondel et Masson, 2014).

Le troisième thème est celui des retraites. Il revêt pour l'économie des patrimoines un caractère qu'on peut dire fondateur puisque le modèle canonique de la discipline, celui de Modigliani-Brumberg (1954), suppose que le ménage actif accumule du patrimoine dans le seul but de s'assurer un niveau constant de consommation tout au long de son cycle de vie, malgré la baisse de ses revenus à la retraite. C'est ce modèle (généralement dans des versions plus élaborées) qui est mobilisé pour poser économiquement la question du choix ou de la complémentarité entre répartition et capitalisation.

Bien entendu, les trois débats ne sont pas mutuellement étanches. L'objet est commun et les problématiques complémentaires. La question du choix du système de retraite, par exemple, renvoie à celle de l'organisation des marchés financiers, de leur offre d'actifs et des comportements d'allocation des ménages face au risque (le deuxième thème), comme elle renvoie à celle des disparités de patrimoine associées à chaque système (le premier thème).

Néanmoins, selon les circonstances, l'accent mis sur l'un ou l'autre de ces débats varie. Ainsi, il ne semble pas exagéré de considérer que, jusqu'en 2008, c'est celui des retraites qui a le plus occupé l'économie du patrimoine, dans un contexte de préoccupation grandissante face aux conséquences des évolutions démographiques communes à la plupart des pays développés. À l'inverse, les inégalités de patrimoine ne recevaient au cours des années 1990 et 2000 qu'une attention assez limitée.

Une mesure à l'épreuve des faits

Après 2008, l'accent s'est déplacé. La crise qui débute avec la faillite bancaire de *Lehman Brothers* a d'abord été une crise financière. Le patrimoine net des ménages a reculé dans la plupart des économies occidentales, de façon variable cependant selon les pays, très fortement dans certains (États-Unis, Royaume-Uni, Danemark, ...), de façon nettement moins marquée dans d'autres (Allemagne, Autriche,...). La France occupe une position intermédiaire, avec une baisse en valeur réelle de 8 % environ. Ces événements ont naturellement affecté le débat public. Dans les années qui ont précédé la crise,

l'idée que les marchés financiers sont les plus efficaces *a priori* pour assurer l'allocation optimale de l'épargne était facilement acceptée, et l'heure était à la poursuite résolue de leur libéralisation. La charge de la preuve pesait alors sur les critiques ou les sceptiques. Après 2008, c'est l'inverse. Il ne va plus de soi que le fonctionnement naturel de marchés financiers peu règlementés résolve les problèmes, il n'est plus exclu qu'il les crée. Pour ne prendre qu'un exemple : avant 2008, les avocats d'un système de retraite par capitalisation pouvaient, s'appuyant sur le dynamisme des actifs financiers², souligner son taux de rendement supérieur au système par répartition, et négliger comme purement théorique le risque inhérent aux marchés. Après 2008, année au cours de laquelle le portefeuille détenu par les fonds de pension des pays de l'OCDE a perdu 23 % de sa valeur, avec des conséquences particulièrement lourdes pour certaines catégories d'individus³ (OCDE, 2009), l'argument n'est plus recevable en l'état.

Dans ce contexte, le thème des inégalités de patrimoine est alors passé au premier plan. Les travaux de T. Piketty et de ses collaborateurs y ont puissamment contribué. Mais l'ampleur de l'intérêt suscité par l'ouvrage *Le capital au XXI^e siècle*, particulièrement aux États-Unis, ne peut s'expliquer par la seule nouveauté et la qualité des analyses proposées. Elle procède aussi sans nul doute de la résurgence, dans la crise, de la préoccupation de larges fractions du public devant l'inégalité des fortunes. Moins, semble-t-il, à cause de l'inégalité de consommation ou de bien-être qu'elle engendre, qu'à cause de l'inégalité dans la distribution du pouvoir politique à laquelle elle est associée, les intérêts « des 1 % » de la population apparaissant prévaloir sur ceux « des 99 % » restants. En témoignent les mouvements de dénonciation du capitalisme financier et ses excès, comme *Occupy Wall Street* ou *Los Indignados* qui se constituent à l'automne 2011. Le débat est vif entre ces courants et ceux, libéraux voire libertariens, qui – invoquant parfois le principe du « *trickle down* » qui voudrait que l'enrichissement de quelques-uns « ruisselle » le long de l'échelle sociale jusqu'aux plus pauvres – contestent l'idée même que l'inégalité soit un problème pour la société⁴.

Ce qui est indiscutable, du moins, c'est qu'elle en est un pour la statistique. Mesurer précisément le patrimoine chez les 1 % les plus riches ou des fractions encore plus faibles de la population pour bien capter le caractère « fractal » de la concentration des patrimoines est en effet impossible avec les enquêtes auprès des ménages habituelles (Arrondel *et al.*, 2008). Dans l'idéal, il faudrait disposer d'un échantillon exhaustif des ménages les plus riches. L'objectif principal de l'enquête *Patrimoine* est la description de l'ensemble de la distribution et, le coût des enquêtes limitant nécessairement la taille de leur échantillon à quelques milliers de ménages, elles ne peuvent atteindre le degré de résolution requis. De fait, des travaux comme ceux de Piketty doivent s'appuyer sur des sources fiscales exhaustives.

Mais dire que les enquêtes ne sont pas le bon outil pour l'analyse des très hauts patrimoines ne signifie en aucune façon qu'elles soient incapables de contribuer au diagnostic sur les inégalités de richesse. Beaucoup d'efforts ont été faits pour améliorer la qualité de ce diagnostic, et aussi pour élargir le nombre de questions auxquelles ces enquêtes peuvent répondre.

2. Au cours des années 90 et jusqu'en 2007, le patrimoine financier des ménages a ainsi connu une croissance réelle annuelle de l'ordre généralement de 5 % et pouvant aller jusqu'à 12 %.

3. Notamment les souscripteurs de plans à contributions définies les plus proches du passage à la retraite.

4. Voir par exemple, pour un exposé typique de cette position, J. H. Cochrane (2014).

L'enquête *Patrimoine* 2010 : permanences et nouveautés

Les enquêtes sont l'objet d'efforts permanents d'amélioration : de ce point de vue, la dernière vague de l'enquête *Patrimoine*, sur laquelle s'appuient la plupart des travaux empiriques présentés dans cet ouvrage, a bénéficié d'un apport très important d'innovations sur différents domaines.

En premier lieu, l'enquête a subi une rénovation en profondeur du plan de sondage. Même si l'enquête ne peut viser une couverture très fine des très hauts revenus, elle se doit de surreprésenter les mieux dotés si elle veut bien rendre compte de la concentration globale du patrimoine. La mise en œuvre de cette surreprésentation a buté à l'origine sur les difficultés à identifier *ex ante* les ménages les plus riches dans les bases de sondage traditionnellement employées à l'Insee. Des méthodologies alternatives ont été testées avec succès par exemple aux États-Unis pour le *Survey of Consumer Finances*, dans lequel les ménages sont suréchantillonnés à partir d'informations sur leurs revenus (Kennickell, 1998).

À l'aune de ce succès, depuis la dernière vague de l'enquête *Patrimoine* en 2009-2010, les ménages français sont pour leur part sélectionnés non plus dans l'Échantillon Maître du Recensement, mais dans les sources fiscales. Cette base de sondage présente l'avantage de fournir une grande quantité d'informations qui permettent désormais de surreprésenter de manière efficace ces ménages que l'on peut qualifier de « hauts patrimoines ». Les évaluations qui ont été menées sur la dernière vague montrent que le nouveau plan de sondage a permis d'améliorer substantiellement la précision des estimations, et d'augmenter par exemple la précision de l'estimation du patrimoine moyen de 28 %. En particulier, l'amélioration de la précision de la mesure a été très forte dans le haut de la distribution et il est désormais possible de mesurer relativement précisément le patrimoine dans cette partie de la population.

En second lieu, les fichiers fiscaux ont également permis d'améliorer le traitement statistique des données de l'enquête, en particulier dans les domaines de la correction de la non-réponse et de l'imputation des montants. Les données ont d'abord permis de mieux identifier les ménages susceptibles de répondre à l'enquête et ceux qui sont plus réticents ; par ailleurs, les modèles permettant d'imputer les montants, question toujours épineuse pour l'enquête, ont bénéficié d'améliorations notables grâce à l'introduction de nouvelles variables issues des fichiers fiscaux. Enfin, la mesure du revenu a été substantiellement améliorée par l'appariement avec les fichiers de l'impôt sur le revenu des personnes physiques et par le calcul des prestations sociales au moyen d'une méthodologie comparable à celle du modèle de microsimulation Ines.

Enfin, le questionnaire a été modifié, en particulier en matière de collecte de montants, ce qui là aussi a contribué à améliorer la qualité de la mesure.

Grâce à ces différents progrès techniques, la sous-estimation des plus hauts patrimoines, traditionnellement reprochée aux enquêtes, s'est nettement atténuée. La mesure par enquête auprès des ménages aboutit à des estimations qui se rapprochent de celles fondées sur les données administratives. Ainsi, début 2010, l'enquête estimait que 1 % des ménages détenaient 19 % du patrimoine national, net d'endettement. Piketty, de son côté, situe cette part à 25 % (Piketty, 2014).

À cette amélioration de la qualité s'est ajoutée l'exploration de thématiques nouvelles. Des expérimentations menées dans les années précédant l'enquête ont été concluantes et ont conduit à incorporer trois modules différents qui ont été chacun soumis aléatoirement à un tiers de l'échantillon. Un module portait sur l'aversion au risque et constituait le prolongement naturel d'une première expérimentation réalisée pour la précédente enquête. Ce module a permis d'introduire une mesure multidimensionnelle de l'aversion pour le risque des ménages et de relier cette mesure avec différentes problématiques liées au patrimoine. Un autre module, consacré aux habitudes de consommation, a permis pour sa part d'éclairer la troisième dimension du triptyque revenu-patrimoine-consommation que, jusqu'à présent, l'enquête n'avait pas pu explorer. Enfin, bénéficiant d'une approche plus qualitative inspirée des travaux de la sociologie des hauts patrimoines (Pinçon et Pinçon-Charlot, 2006), le module consacré au capital relationnel et symbolique a pour but d'apporter de l'information quantitative sur une dimension du patrimoine qui se prête naturellement moins aisément à ce type d'analyse.

La dernière vague de l'enquête *Patrimoine* a, on le voit, permis d'apporter de l'information de grande qualité sur le patrimoine et sa répartition au sein de la population française, en particulier, parce que l'inégale répartition des patrimoines s'observe aussi dans les premiers 99 %, et que cette partie de la distribution a connu de ce point de vue des évolutions importantes, en premier lieu la hausse de l'immobilier, à peu près continue en France depuis la fin des années 90. Elle a eu des effets majeurs sur l'inégalité de patrimoine net entre propriétaires et non-propriétaires, ou entre propriétaires selon leur date d'accession. C'est, en réalité, le facteur essentiel de la hausse de l'inégalité patrimoniale entre 2004 et 2010 (Insee, 2012). En effet, la hausse des prix de l'immobilier entamée au début des années 2000 a fortement contribué à creuser un fossé déjà existant entre les propriétaires de leur résidence principale et les autres. Les 60 % de ménages les mieux dotés en patrimoine (essentiellement propriétaires) ont ainsi vu leur patrimoine croître très rapidement entre 1998 et 2010, quand le reste de la population est resté à la traîne. Cette polarisation entre propriétaires et locataires ne s'est pas seulement traduite par une hausse de la masse des actifs immobiliers détenus par les premiers : leurs actifs financiers sur la même période ont connu également une évolution comparable. Un tel constat confirme la nécessité de considérer l'ensemble de la distribution pour mieux comprendre la genèse des inégalités de patrimoine.

Cette nécessité dépasse bien évidemment le cadre français. En ce sens, les pays européens ont entamé un processus de mise en place d'enquêtes statistiques visant à pallier la carence d'information qui pouvait exister çà et là. L'éclatement de la crise financière en 2008 a exacerbé la nécessité de mieux mesurer les comportements d'épargne et d'endettement des ménages. En particulier, l'Eurosystème sous l'impulsion de la Banque Centrale Européenne a mis en place une enquête, le *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), dans les pays de la zone euro. L'enquête *Patrimoine* déjà existante a pris place au sein de ce réseau pour alimenter la connaissance statistique sur le patrimoine des ménages européens (cf. encadré).

L'enquête *Patrimoine* 2010 a déjà donné lieu à plusieurs publications qui ont mis à disposition du public ses principaux enseignements en matière d'inégalités de patrimoine⁵. La thématique de l'inégalité est présente dans ce numéro d'*Économie et statistique* mais

5. On pourra consulter Chaput et al. (2011), ainsi que les éditions récentes du volume Revenus et patrimoine des ménages, publié annuellement dans la série Insee Références (Insee, 2012, 2013 et 2014).

il s'attache aussi à développer les deux autres thèmes centraux de l'économie du patrimoine : l'étude des déterminants du niveau et de la composition de l'épargne et celle des liens entre patrimoine et retraites.

Encadré

L'ENQUÊTE EUROPÉENNE *HOUSEHOLD FINANCE AND CONSUMPTION SURVEY*

Le réseau *Household Finance and Consumption Network* (HFCN) a été mis en place en 2006 : il implique les Banques centrales des différents pays de la zone euro et pour certains pays, dont la France, les Instituts nationaux de statistiques, le tout sous l'égide de la Banque Centrale Européenne. Ce réseau a ainsi été à l'origine de la mise en place en 2008 d'une enquête européenne qui s'est déroulée entre 2009 et 2011, le *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) dont les premiers résultats ont été publiés au printemps 2013 (L'ensemble des résultats sont disponibles sur le site du HFCN : https://www.ecb.europa.eu/home/html/researcher_hfcn_en.html).

Cette enquête a permis de collecter de l'information relative au patrimoine, à l'endettement mais également sur les revenus et la consommation auprès d'environ 62 000 ménages de la zone euro. Les méthodologies de collecte varient d'un pays à l'autre, mais respectent un cadre méthodologique commun défini collectivement au sein du HFCN. Le lecteur intéressé peut se rapporter au rapport technique rédigé par le réseau qui décrit de manière détaillée les choix méthodologiques ainsi que les sources de divergence entre les pays (Pour cela, il est possible de se reporter au site du HFCN : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbsp1en.pdf?4a7fb347634b9d0b4779473c1ba7dd0c>). Par ailleurs, les premiers résultats publiés par le HFCN insistent sur le contexte européen susceptible d'expliquer les différences de comportements patrimoniaux entre pays. En particulier, les différences institutionnelles jouent un rôle non négligeable et en particulier les différents systèmes de retraite qui ont naturellement un impact sur la façon dont les ménages épargnent. Le contexte macroéconomique influe également sur la façon dont les ménages allouent leur épargne : les pays ayant connu un contexte de forte croissance des prix de l'immobilier depuis les années 2000 ont pu ainsi voir apparaître des comportements patrimoniaux très différents de ceux pour lesquels les prix de l'immobilier sont restés stables. Bien évidemment, pour les premiers, l'évolution des prix a pu également jouer sur la répartition du patrimoine ainsi que son niveau.

Les premiers résultats indiquent que le patrimoine brut médian des ménages de la zone euro s'élève à 142 000 euros, avec bien évidemment de fortes divergences entre pays. Ainsi près de la moitié des ménages luxembourgeois détiennent plus de 500 000 euros de patrimoine, lorsque ce chiffre s'élève pour la Slovaquie à 64 400 euros. L'un des résultats les plus notables de cette première vague est le niveau du patrimoine médian des ménages allemands : avec seulement 67 900 euros, il s'agit de l'un des plus faibles de la zone. Ce chiffre est même le plus bas de la zone euro si l'on tient compte de l'endettement des ménages, avec 51 400 euros de patrimoine net.

Ce résultat s'explique essentiellement par le fait que les ménages allemands sont en proportion beaucoup moins souvent propriétaires de leur résidence principale que les autres : selon les résultats du HFCS, ils sont uniquement 44,2 % à posséder leur résidence principale, alors que ce taux dépasse largement 50 % pour les autres pays. L'Allemagne est par ailleurs un pays qui n'a pas connu un boom des prix de l'immobilier par rapport à d'autres pays de la zone euro, et pour lequel les prix restent relativement bas au moment de l'enquête. Mais le cas de la Slovaquie, avec un taux de propriétaires très élevé (90 %) souligne *a contrario* que l'accès à la propriété foncière ne suffit pas à lui seul à expliquer des niveaux élevés de patrimoine. De ce point de vue, les résultats montrent que les différences démographiques, en particulier en matière de composition des ménages, ou encore les différences de revenus, contribuent également à expliquer les différences entre les différents pays de la zone euro.

Enfin, cette question de la richesse des ménages allemands est emblématique de la nécessité de prendre en compte les différentes sources statistiques et l'ensemble des indicateurs disponibles traitant du patrimoine. Ainsi les résultats de l'enquête furent à l'origine de nombreux commentaires à un moment où Chypre faisait appel à l'aide de l'Union européenne, alors que l'enquête laissait apparaître les ménages chypriotes comme parmi les plus riches de la zone euro. De ce point de vue, focaliser uniquement sur le patrimoine médian fourni par l'enquête ne suffit pas à rendre compte de la diversité des situations patrimoniales, que ce soit à l'échelle d'un pays comme à celle de l'Europe. Les chiffres fournis par la Comptabilité nationale laissent entrevoir une autre histoire, selon laquelle les ménages allemands possèdent un patrimoine en moyenne plus élevé que bien d'autres pays de la zone euro. Les différences de concept peuvent contribuer à expliquer cette situation mais des messages aussi différents en termes de médianes et en terme de moyennes suggèrent avant tout une plus grande inégalité de patrimoine en Allemagne que dans d'autres pays, à mettre en lien avec un moindre développement de l'accès à la propriété : un accès à la propriété plus largement partagé est un facteur nivelant du patrimoine.

On le voit, l'enquête est un succès en ce sens où elle a permis d'éclairer des questions qui étaient jusqu'alors insuffisamment couvertes par la statistique publique européenne, mais sa première édition a soulevé de nouvelles questions. La réédition de l'enquête qui a eu lieu en 2013-2014 devrait permettre d'accroître notre connaissance du patrimoine des ménages européens.

Épargne et consommation

Parmi les nouveautés méthodologiques de l'enquête 2010 figure le fait de pouvoir s'intéresser non seulement aux stocks (patrimoine) mais aussi aux flux (épargne et consommation), un module spécifique de l'enquête ayant été introduit dans le questionnaire. C'est ce module qu'exploitent les deux premiers articles du numéro pour mesurer respectivement « l'effet richesse » sur la consommation des ménages et l'hétérogénéité des comportements d'épargne en fonction du niveau de revenu. Ces deux articles « dépoussièrent » deux questions qui intéressent de longue date les économistes. Depuis F. Modigliani, il s'agit de savoir si la valeur du patrimoine influence les dépenses des ménages. J. M. Keynes avait auparavant soulevé la question de statuer sur le fait que l'épargne constituait ou non un bien « de luxe ».

Luc Arrondel, Pierre Lamarche et Frédérique Savignac remettent à jour un des débats macroéconomiques des années 1950, mais toujours d'actualité, sur la fonction de consommation et son implication en matière de croissance. La critique néo-classique de la théorie keynésienne du revenu courant (l'épargne est un solde correspondant à la partie non consommée du revenu) par M. Friedman et F. Modigliani corrige la « myopie » des individus qui peuvent alors planifier leur consommation sur leur cycle de vie et épargner pour leurs vieux jours. Le patrimoine constitue ainsi une réserve de consommation différée. Dans ce cadre théorique, l'impact d'une variation non anticipée du prix des actifs sur la consommation caractérise ce que les économistes appellent « l'effet richesse ». En France, cet effet a jusqu'à présent été mesuré uniquement sur données macroéconomiques : une augmentation de 1 euro du patrimoine des ménages entraînerait, globalement, une augmentation de la consommation de l'ordre de 1 centime d'euro. Cette mesure étant basée sur l'hypothèse d'un agent représentatif, elle ne tient cependant pas compte de l'hétérogénéité des ménages, ce que permettent précisément les données de l'enquête *Patrimoine*.

Pour mesurer cet effet richesse, les auteurs estiment une propension marginale à consommer la richesse qui tient compte de la nature et du montant de la fortune détenue, en s'appuyant en particulier sur les données relatives à la consommation fournies par le module spécifique de l'enquête. La relation entre patrimoine et consommation présente de fortes non-linéarités le long de l'échelle des richesses : la propension marginale à consommer le patrimoine financier est de 11 centimes quand on regarde en dessous de la médiane mais est nulle pour les ménages du décile le plus riche. Pour la résidence principale, l'effet richesse est toujours non linéaire avec le niveau de patrimoine mais d'ampleur moindre (respectivement de 1,1 à 0,7 centime). Les auteurs s'intéressent aussi à l'existence ou non d'un « canal du collatéral » traduisant le fait que les ménages hypothéquant leur logement seraient plus sensibles aux variations de prix des actifs, ce qui semble être le cas en France.

Une telle étude est particulièrement bienvenue dans un contexte de crise financière où les prix des actifs fluctuent très fortement. Elle fournit aussi des outils pour mieux évaluer l'impact, en matière de consommation et de croissance, de toute politique économique (monétaire ou fiscale) « jouant » sur la valeur du patrimoine. La prise en compte des hétérogénéités individuelles autorise enfin une analyse plus fine des conséquences des changements patrimoniaux sur la situation économique (« détresse financière », « pression financière », niveau des dépenses...) des différentes catégories de populations, notamment en termes de bien-être.

L'article de **Bertrand Garbinti et Pierre Lamarche** s'intéresse non plus à la consommation, mais à l'épargne des ménages. S'appuyant sur les mêmes données de l'enquête *Patrimoine* pour la consommation, les auteurs définissent l'épargne comme un résidu entre revenu disponible et consommation et apportent une contribution actualisée à un autre débat ancien entre les économistes keynésiens, qui considèrent l'épargne comme une fonction croissante du revenu, et les partisans de Friedman, pour qui les ménages lissent leur consommation sur le cycle de vie et consacrent une part constante de leur revenu permanent à l'épargne. Reprenant un cadre d'étude utilisé par Dynan, Skinner et Zeldes (2004), les auteurs s'appuient sur les données de l'enquête *Patrimoine* pour estimer de différentes manières un revenu permanent et tester l'hypothèse de constance du taux d'épargne. En particulier les informations rétrospectives relatives au passé professionnel des individus leur permettent de réemployer un mode de calcul initié sur les données des enquêtes *Patrimoine* antérieures par Lollivier et Verger (1999) pour calculer un revenu permanent en tenant compte du passé des individus.

Les auteurs concluent à la croissance des taux d'épargne en fonction du revenu permanent. Ce résultat est robuste à la méthode d'estimation employée, ainsi qu'à la définition même du taux d'épargne, et il confirme les précédentes études empiriques menées sur ce sujet sur données françaises. Dans un contexte où l'épargne est réalisée pour l'essentiel par les ménages les plus aisés (Insee, 2014), il apporte des éléments dans le débat fiscal et en particulier sur les aspects de régressivité d'un impôt sur la consommation. Par ailleurs, ce résultat constitue une indication parmi d'autres de la robustesse des résultats obtenus par les études empiriques pour différents pays. Le fait que ces études ne permettent pas de trancher le débat entre Keynes et Friedman n'est donc visiblement pas imputable à leurs fragilités méthodologiques. Il est plus probablement lié à l'hétérogénéité entre pays, et en particulier aux différences institutionnelles. Les choix de systèmes de retraite pourraient entre autres expliquer ces divergences et confirmer, si besoin en était, la nécessité de la prise en compte des effets institutionnels dans l'analyse des théories économiques.

Inégalités : générations et genre

La question des inégalités est déjà très présente dans ces deux premiers articles consacrés aux comportements d'épargne et de consommation puisqu'ils mettent l'accent sur l'hétérogénéité verticale de ces comportements, avec ses effets potentiels d'entretien ou d'amplification de ces inégalités de patrimoine. Cette question des inégalités est aussi abordée sous d'autres angles par les deux articles suivants.

Luc Arrondel, Bertrand Garbinti et André Masson partent d'un double constat empirique concernant les inégalités de patrimoine entre générations. Tout d'abord, la richesse est détenue surtout par les plus âgés : le patrimoine médian des 60-70 ans, par exemple, est deux fois supérieur à celui des 30-40 ans. Ensuite, compte tenu de l'allongement de la durée de la vie, les « jeunes » générations héritent de plus en plus tard (autour de 50 ans aujourd'hui). Se pose alors la question de l'opportunité d'accélérer ces transferts de richesses entre parents et enfants et des mesures incitatives pour rendre le capital plus mobile entre les générations. Mais ces incitations (fiscales notamment) sont-elles pertinentes d'un point de vue économique ? Répondre à cette question revient à s'interroger d'une part sur l'efficacité des mesures incitatives de la fiscalité sur les transmissions intergénérationnelles, d'autre part sur l'effet bénéfique de ces transferts de richesses pour l'économie.

Concernant tout d'abord l'efficacité des politiques fiscales, les séries historiques et les études statistiques montrent bien que les comportements de transmission y sont sensibles. Par ailleurs, les effets bénéfiques potentiels pour l'économie sont pluriels. Transférer du capital des vieux vers les jeunes pourrait être économiquement utile d'abord parce que ces derniers ont plus d'appétence pour les actifs risqués alors que leurs aînés privilégieraient plutôt les rentes : l'épargne irait davantage vers le secteur productif et l'investissement de long terme. Les jeunes générations étant supposées plus dispendieuses, les transferts permettraient également de relancer la consommation et donc de soutenir la croissance. Les jeunes subissant fréquemment des contraintes de liquidité sur le marché du crédit, détenir davantage de richesses lèverait en partie ces barrières à l'emprunt. Mais *a contrario*, l'effet des transmissions est-il toujours bénéfique sur le comportement des bénéficiaires ? Ou bien, par un effet « Carnegie » bien connu des économistes, ces transferts les incitent-ils à moins d'effort⁶ ? Dans leur étude, les auteurs s'intéressent plus particulièrement à l'impact des transmissions (précoces) sur deux facettes des comportements patrimoniaux des jeunes générations. Leur permettent-elles, d'une part, d'acheter plus fréquemment et plus rapidement leur résidence principale et, d'autre part, de créer plus facilement une entreprise ?

À partir des données de l'enquête *Patrimoine*, ils montrent que les ménages ayant reçu une donation ou un héritage sont susceptibles d'acheter plus rapidement leur résidence principale. Pour la création d'entreprise, l'effet de l'héritage n'est pas significatif tandis que celui de la donation l'est largement. De plus, lorsque les donations sont reçues aux âges jeunes, l'effet est plus important tant sur la probabilité d'acheter sa résidence principale que sur celle de créer ou reprendre une entreprise, ce qui tend à accréditer l'idée que ce sont les donations précoces qui sont le plus à encourager. Enfin, la hausse des prix immobiliers des années 2000 aurait renforcé le lien entre donation et achat du logement.

L'article de **Carole Bonnet, Alice Keogh et Benoit Rapoport** traite également d'inégalités, sous un aspect encore jamais abordé pour la France, à notre connaissance, celui des inégalités de patrimoine entre hommes et femmes. Que ce sujet ait moins attiré l'attention que les autres formes d'inégalités de genre se comprend relativement bien : le patrimoine reste dans un grand nombre de cas un bien collectif mutualisé au sein des couples, on s'attend donc à moins d'inégalités dans ce domaine que sur des variables totalement individualisables, telles que le salaire. Mais il y a *a minima* le problème des inégalités de patrimoine entre hommes et femmes qui ne vivent pas en couple. Par ailleurs, même au sein des couples mariés sous le régime par défaut de la communauté de biens, des inégalités de patrimoine entre conjoints peuvent résulter de l'accumulation de patrimoine avant l'entrée en union, ainsi que des héritages reçus en cours d'union par l'un ou l'autre des deux conjoints. De plus, ce régime par défaut cède de plus en plus la place au régime de la séparation de biens (voir dans cette même revue l'article récent de Frémeaux et Leturcq, 2013) et l'individualisation du patrimoine prévaut a fortiori pour les couples non-mariés.

L'enquête *Patrimoine* de 2010 mais aussi celle de 2004 permettent de quantifier les inégalités qui en résultent : l'écart de patrimoine brut moyen est de l'ordre de 15 % en faveur des hommes, surtout au profit du patrimoine financier. L'enquête permet aussi d'analyser

6. Andrew Carnegie, industriel et grand philanthrope (c'est lui qui a financé le célèbre Carnegie Hall) qui écrit dans son Évangile de la richesse « qu'il vaudrait mieux pour la race humaine que les millions des riches soient jetés à la mer au lieu qu'ils encouragent les fainéants, les ivrognes et les bons à rien ».

les déterminants de cet écart, pas seulement en moyenne, comme le ferait une décomposition classique, mais aussi aux différents quantiles de la distribution des patrimoines. Les inégalités de salaires et de position sur le marché du travail sont le plus gros facteur explicatif de ces écarts de patrimoine, on peut même dire qu'elles les « sur-exploquent » puisque la somme des autres facteurs joue en sens inverse, dont les caractéristiques démographiques et un fort résidu d'écart « inexplicable » imputable aux facteurs non contrôlés par la décomposition. Parmi ces facteurs amortisseurs, deux seront à explorer plus avant par des travaux ultérieurs : (a) l'effet d'une éventuelle hétérogénéité des préférences qui pousserait les femmes à davantage épargner à caractéristiques données, ou à avoir des stratégies de placement s'avérant au final plus rémunératrices, tout du moins dans la situation conjoncturelle couverte par l'enquête et (b), bien entendu, l'effet de la mutualisation au sein des couples, si compensation il y a entre les positions des deux conjoints sur le marché du travail.

Choix patrimoniaux et retraite

Trois articles touchent au thème de l'épargne-retraite. L'article d'**Alexis Direr et Eric Yaya** d'abord, qui est par ailleurs le seul article de ce numéro à ne pas s'appuyer sur l'enquête *Patrimoine*. Les données analysées concernent la souscription de contrats Madelin auprès d'une grande compagnie d'assurances sur la période 2002-2009. Le champ analysé est donc limité puisqu'il s'agit de travailleurs indépendants, encore en période d'activité. Mais ces limites sont compensées par d'autres atouts qui s'avèrent complémentaires du type d'informations recueillies dans l'enquête *Patrimoine* : les données utilisées par Direr et Yaya étant de nature administrative, elles sont plus précises que les données déclaratives de l'enquête, et il s'agit de véritables données de panel qui ont l'avantage supplémentaire de couvrir un cycle boursier complet, de 2003 à 2011. Ces caractéristiques sont utilisées pour répondre à deux questions, celle de l'évolution des choix de portefeuille selon ce cycle boursier, et celle de l'évolution de ces mêmes choix selon l'âge, la panélisation des données permettant de mieux répondre à la question classique du partage entre effets d'âge et de génération. Le choix de portefeuille se réduit ici à l'arbitrage entre part de l'épargne placée sur des supports monétaires sans risque et part de l'épargne placée sur des supports risqués en unités de compte. Cet arbitrage s'opère une première fois à l'ouverture du contrat, et il peut ensuite évoluer au cours du temps. Vis-à-vis du cycle boursier, les auteurs trouvent que la sensibilité à la conjoncture s'exprime essentiellement au moment de la souscription et qu'elle est procyclique : les souscripteurs investissent plus massivement en unités de compte en phase haute du cycle boursier, ce qui va à l'encontre de la recherche du rendement maximal. L'effet de l'âge est plus conforme à ce que recommande généralement la théorie : les détenteurs de contrats Madelin tendent à réduire leur exposition au risque à l'approche de la retraite, mais ce mouvement de substitution reste plus faible qu'escompté.

Ces résultats tendent plutôt à alimenter l'idée d'un certain défaut de rationalité des choix financiers des ménages pouvant s'expliquer soit par le manque de culture financière générale, soit par une mauvaise perception des besoins d'accumulation individuelle. Ce thème a pris depuis plusieurs années une place importante dans la littérature consacrée aux comportements d'épargne. Il est également l'un des thèmes traités dans l'article suivant, de **Najat El Mekkaoui et Bérengère Legendre**, qui revient aux données de l'enquête *Patrimoine* pour s'intéresser là encore aux comportements d'épargne-retraite, mais en population générale et plutôt sous l'angle de la détention globale, qu'il s'agisse

d'assurance-vie ou de produits spécifiquement dédiés à la retraite. Ces derniers incluent à nouveau les contrats Madelin et d'autres produits plus anciens mais surtout les PERP et PERCO mis en place suite à la réforme des retraites de 2003, l'enquête *Patrimoine* de 2010 étant la première de la série à fournir des éléments sur la montée en charge de ces nouveaux dispositifs. De cette analyse ressort que les produits d'assurance-vie et d'épargne-retraite sont complémentaires plutôt que substituables : la détention des seconds s'accompagne aussi d'une forte détention des premiers. On retrouve par ailleurs les déterminants classiques : la détention croît avec l'âge, elle est plus forte chez les indépendants et aussi au sein des couples, en raison probablement d'un motif de protection du conjoint. La question de l'incidence de la culture financière ou du degré de perception des besoins d'épargne-retraite est traitée par deux biais : l'effet du niveau d'éducation, et celui de l'information dont disposent les individus sur leurs droits à retraite. Le niveau d'éducation a un effet positif sur la détention qui ne se limite pas à un effet de revenu, puisque le niveau de vie du ménage est contrôlé par ailleurs. L'effet de l'information sur les besoins d'épargne retraite est testé par des indicatrices du fait d'avoir bénéficié d'un relevé de carrière et d'une indicatrice du fait d'avoir bénéficié d'une estimation indicative de pension, ces deux types d'information concernant respectivement 10,49 % et 8,74 % des individus de l'échantillon. Ces deux variables contribuent significativement à la détention jointe d'épargne-retraite et d'assurance-vie, tout du moins lorsqu'on restreint cette dernière aux produits d'assurance-vie détenus pour motif de retraite. Même si ces résultats restent à confirmer, ils confirment l'importance du droit à l'information sur la retraite tel que garanti par la réforme de 2003 et encore renforcé par la réforme de 2014.

Comme l'article d'A. Direr et E. Yayi, le dernier article consacré à la retraite se centre à nouveau sur les indépendants. Il s'agit de l'article de **Jérôme Bourdieu, Benoît Rapoport et Muriel Roger**. La question est celle de l'impact du départ en retraite sur le niveau et la structure du patrimoine des indépendants. En principe, une analyse rigoureuse de cette question nécessiterait là encore des données de panel, ou éventuellement une approche en pseudo-panel combinant les coupes répétées fournies par les enquêtes successives. Des limites à la comparabilité de l'enquête 2010 et de l'enquête précédente n'ont pas permis aux auteurs d'adopter cette approche en pseudo-panel. Ils contournent la difficulté en se focalisant sur des tranches d'âge assez rapprochées, de part et d'autre du processus de départ en retraite, ce qui minimise l'impact des effets de génération. La question principale est celle du devenir du patrimoine professionnel. Est-il bien converti en d'autres types d'actifs qui contribueront ensuite au revenu des ménages concernés ? La réponse est positive pour les artisans, commerçants ou professions libérales : le niveau global de patrimoine varie peu entre individus proches de la retraite et individus qui viennent de la prendre et il y a bien conversion du patrimoine professionnel en un patrimoine privé de niveau presque identique. Tel n'est cependant pas le cas pour les agriculteurs, pour lesquels le patrimoine global chute assez significativement entre individus proches de la retraite et retraités récents. Des explications pourraient être des effets de conjoncture, ou une surévaluation de leur patrimoine professionnel par les agriculteurs qui n'ont pas encore cherché à le vendre. Mais les auteurs mettent surtout en avant une autre piste, très spécifique au secteur agricole : il s'agit du mécanisme du salaire différé auquel ont droit les descendants ou conjoints de descendants des exploitants agricoles lorsqu'ils ont travaillé gratuitement sur l'exploitation. Son versement intervient par défaut au décès de l'exploitant mais il peut aussi être anticipé et la liquidation du patrimoine agricole peut servir en partie à financer ce versement anticipé. Ce salaire différé est une forme de dette implicite non mesurée dans l'enquête qui réduit le patrimoine net

des agriculteurs encore en activité et qui ne l'ont pas soldée. Ce dispositif devrait perdre en importance dans le futur car le nombre d'actifs familiaux hors conjoints est en forte décroissance mais cet exemple rappelle, s'il le fallait, l'importance d'une connaissance fine des dispositifs institutionnels pour la bonne compréhension des constats statistiques sur les niveaux de patrimoine.

Comportements face au risque

Les deux articles qui concluent ce numéro portent sur les attitudes face aux risques, que l'analyse économique voit comme un paramètre particulièrement important des comportements d'épargne. Le premier, de **David Crainich, Louis Eeckhoudt et Véronique Flambard**, s'intéresse à une population qui n'est qu'assez rarement retenue par les travaux sur l'épargne et le patrimoine puisqu'il s'agit de la frange la moins favorisée, celle qui vit en dessous du seuil de pauvreté. La question est celle des facteurs expliquant leur plus ou moins grande exposition aux difficultés de paiement. La littérature se focalise à juste titre sur les déterminants externes de cette exposition aux difficultés de paiement : chocs professionnels, accidents de santé, événements familiaux... La présente étude examine le rôle d'une variable additionnelle propre à chaque individu, son plus ou moins grand degré d'aversion au risque. L'enquête permet cette analyse puisqu'elle comptabilise les ménages ayant connu des difficultés de paiement, et parce qu'elle permet une évaluation de cette aversion au risque fondée sur les réponses à un jeu de loteries hypothétiques proposées aux répondants. La relation causale entre ces deux variables est à double sens : une moindre aversion au risque peut conduire à se heurter plus fréquemment à des accidents de paiements, mais les accidents de paiement peuvent aussi modifier l'attitude face au risque. Les auteurs privilégient cependant le premier lien causal en arguant notamment que les attitudes face au risque ne sont apparemment pas influencées par les fluctuations de patrimoine qu'a connu le ménage depuis sa formation, qui sont également repérées dans l'enquête. Sous réserve de cette hypothèse sur le sens du lien causal, l'étude confirme que l'aversion au risque ou la prudence conduisent bien à davantage se prémunir contre les accidents de paiement. Les simulations dérivées du modèle montrent cependant qu'on a affaire à des populations qui, même prudentes, sont fortement exposées à ces difficultés de paiement.

Denis Fougère et Mathilde Poulhès se réintéressent, pour finir, à un problème de choix de portefeuille. Il s'agit de savoir en quoi la détention d'un capital immobilier affecte le reste des choix financiers. Ils distinguent un effet de richesse et un effet de risque immobilier. Un patrimoine immobilier élevé peut favoriser la prise de risques financiers, mais le patrimoine immobilier est lui-même un actif risqué et cette exposition au risque immobilier peut à l'inverse encourager à des comportements financiers plus prudents. Une façon de séparer les deux effets est de tester l'effet simultané de la richesse immobilière brute et de la même richesse nette des emprunts à rembourser. La première mesure l'exposition globale au risque immobilier, la seconde mesure l'effet de richesse proprement dit. Mais il subsiste un problème d'endogénéité car les richesses immobilières brutes et nettes dépendent des mêmes facteurs inobservés que les autres choix financiers. Ce problème d'endogénéité est résolu en instrumentant les niveaux de richesse immobilière brute et nette par les variations locales de prix de l'immobilier, les auteurs appariant données de l'enquête *Patrimoine* et indices de prix de l'immobilier des bases Notaires-Insee et Perval pour respectivement l'Île de France et les autres départements. Les estimations valident bien les attentes théoriques avec une détention

d'actifs financiers risqués qui répond positivement au niveau de la richesse immobilière nette et négativement au niveau de cette richesse brute. Ces résultats sont qualitativement cohérents avec ceux d'une évaluation similaire conduite sur données américaines, mais avec des effets de richesse nette bien plus importants que dans le cas américain, écart qui semble explicable par de plus forts coûts d'ajustement de la richesse immobilière dans le cas français.

L'avenir des enquêtes *Patrimoine*

Le précédent numéro spécial d'*Économie et Statistique* le rappelait, l'histoire des enquêtes sur le patrimoine en France bénéficie d'une profondeur désormais respectable, puisqu'elle remonte au moins jusqu'à 1986 (Arrondel, Masson, Verger, 2008). Depuis l'enquête *Actifs financiers* conduite cette année-là, les enquêtes ont conservé la même structure et les améliorations – substantielles – ont porté sur l'étendue du questionnaire, la couverture géographique, ou l'ingénierie statistique mise en œuvre.

Malgré leurs qualités, ces enquêtes ont toujours souffert de deux limites. D'une part, il s'agit d'enquêtes transversales. Elles réalisent la photographie à une date donnée de la distribution des patrimoines. Or l'accumulation patrimoniale est un processus dans lequel il faut replacer les choix patrimoniaux pour les comprendre entièrement. Les enquêtes *Patrimoine* existantes n'ont évidemment pas ignoré cette dimension fondamentale, s'efforçant de la saisir par un questionnaire rétrospectif assez développé. Il n'en reste pas moins que l'outil d'observation le plus approprié est bien celui d'une enquête en panel, qui suit les mêmes ménages (ou plutôt les mêmes individus, ce qui soulève d'autres questions) sur une durée adaptée à la temporalité des comportements patrimoniaux.

D'autre part, les enquêtes *Patrimoine* sont des opérations nationales. Elles n'observent que des comportements conditionnels à l'environnement institutionnel et réglementaire qui s'impose aux ménages résidant en France. C'est une limite, notamment pour l'identification des causes de ces comportements. En outre, même du seul point de vue descriptif, il est toujours dommage de ne pas pouvoir comparer les caractéristiques du patrimoine des ménages en France à celui de leurs homologues à l'étranger. L'enquête de 2010, conduite dans le cadre du *Household Finance and Consumption Network (HFCN)* a certes été un premier pas non négligeable mais encore imparfait, dans cette direction.

La nouvelle enquête *Patrimoine*, réalisée à la fin de cette année 2014, marque une avancée très importante sur ces deux fronts : volet français de l'enquête européenne HFCS, elle offrira une harmonisation des concepts et des méthodes suffisante pour une comparaison rigoureuse des distributions nationales du patrimoine entre les pays européens. Et, première vague d'un panel reconduit tous les trois ans, elle inaugure un dispositif qui devrait enfin permettre d'employer pour l'analyse des questions patrimoniales les ressources de l'économétrie de panel. On peut donc déjà donner rendez-vous au lecteur au prochain numéro spécial Patrimoine qu'*Économie et Statistique* publiera certainement dans quelques années.

BIBLIOGRAPHIE

Arrondel L., Masson A. et Verger D. (2008), « Le patrimoine en France, état des lieux, historique et perspectives », *Économie et Statistique*, n° 417-418, pp. 2-25.

Arrondel L., Bachellerie A., Birouk O., Chaput H. et Savignac F. (2011), « Les comportements patrimoniaux des ménages en France : Évolutions et déterminants entre 2004 et 2010 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 185, pp. 89-107.

Arrondel L. et Masson A. (2014), « Mesurer les préférences des épargnants : comment et pourquoi (en temps de crise) ? », *Économie et Statistique*, n° 467-468, pp 5-49.

Berger K. et Lefebvre D. (2013), *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité : rapport au premier ministre*, téléchargeable sur <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/134000211/0000.pdf>

Chaput H., Luu Kim K-H., Salembier L., Solard J. (2011), « Les inégalités de patrimoine s'accroissent entre 2004 et 2010 », *Insee Première*, n° 1380.

Cochrane, J.H. (2014), « Why and how we care about inequality », téléchargeable sur <http://johnhcochrane.blogspot.fr/2014/09/why-and-how-we-care-about-inequality.html#more>.

Dynan K. E., Skinner J. et Zeldes S.P. (2004), « Do the Rich Save More? », *Journal of Political Economy*, vol. 112, n° 2, pp. 397-444.

Frémeaux N. et Leturcq M. (2013), « Plus ou moins mariés : l'évolution du mariage et des régimes matrimoniaux en France », *Économie et Statistique*, n° 462-463, pp. 125-151.

Insee (2012, 2013 et 2014), *Les revenus et le patrimoine des ménages*, Insee Références.

Kennickell A.B. (1998), « List Sample Design for the 1998 Survey of Consumer Finances », *Working Paper*, Board of Governors of the Federal Reserve Board.

Lollivier S. et Verger D. (1999), « Inégalités et cycle de vie : Les liens entre consommation, patrimoine et revenu permanent », *Annales d'Économie et de Statistique*, n° 324, pp. 203-246.

Masson A. et Verger D. (1996), « Présentation générale », *Économie et Statistique*, n° 296-297, pp. 3-11.

OCDE (2009), *Panorama des pensions 2009. Les systèmes de retraites dans les pays de l'OCDE*, OCDE.

Piketty, T. (2013), *Le capital au XXI^e siècle*, Les livres du nouveau monde, Ed. du Seuil, Paris.

Pinçon M. et Pinçon-Charlot M. (2006), *Grandes Fortunes. Dynasties familiales et formes de richesse en France*, Paris, Payot.
