

# 1996 : un effet de richesse important pour les ménages

Gilles Moëc

Division "Synthèse conjoncturelle"

*En 1996, les comptes de la nation font apparaître une baisse prononcée du taux d'épargne financière des ménages (de l'ordre de deux points par rapport à la fin de 1995) et un pouvoir d'achat du revenu stagnant. Ceci peut surprendre dans la mesure où les statistiques de la Banque de France font état, dans le même temps, d'une augmentation sensible du patrimoine détenu sous forme de monnaie ou de titres de placement par les agents non-financiers. La contradiction n'est toutefois qu'apparente, la progression de ce patrimoine s'expliquant essentiellement par une réévaluation spontanée, liée à la hausse des marchés financiers. Si on ajoute à cela qu'une estimation, conventionnelle mais vraisemblable, fait apparaître que les flux alimentant le portefeuille des ménages ont reculé en 1996 alors que leur endettement progressait, les évolutions observées n'apparaissent pas incohérentes.*

## Des patrimoines dopés par les marchés financiers

Pour mesurer la variation, entre deux dates, des actifs financiers<sup>(1)</sup>, la Banque de France tient compte non seulement des flux survenus au cours de la période (notion proche de celle de l'épargne financière), mais aussi des fluctuations de la valeur du patrimoine accumulé (cette valeur est, à chaque date, actualisée en fonction des cours des actions et des obligations). Or ces fluctuations, que l'on peut qualifier d'effet de valorisation (il peut être positif, comme négatif), excèdent souvent largement les flux.

En s'appuyant conjointement sur les statistiques monétaires, qui fournissent la valeur des encours, et sur le tableau des financements et des placements (TFP), qui donne les statistiques de flux, il est possible de mesurer, pour les divers actifs, la contribution de l'effet de valorisation<sup>(2)</sup> dans la variation des

encours. Mené sur la période récente (1995-1996), l'exercice fait apparaître le caractère prépondérant de cet effet, notamment au premier semestre de l'année dernière (cf. graphique 1). Son ampleur tient en particulier à l'importance des encours de P3<sup>(3)</sup> (14500 milliards de francs au quatrième trimestre de 1995)<sup>(4)</sup> : une simple hausse de 1% du cours des actions se traduira, toutes choses égales par ailleurs, par une progression de 145 milliards de cet agrégat.

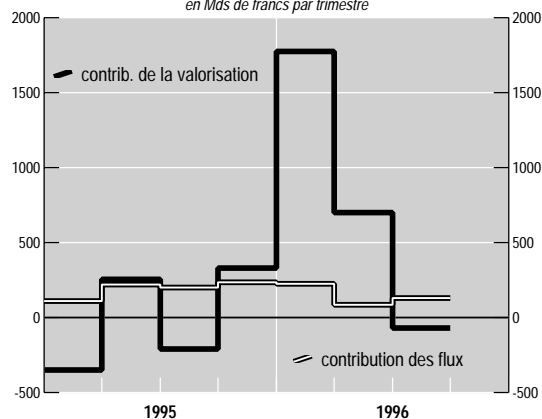
(1) On regroupe sous ce terme, à l'instar de ce qui est fait, par exemple, dans les comptes de patrimoine l'ensemble des actifs monétaires et de placement ; cet ensemble est également désigné sous les termes de patrimoine financier ou de portefeuille.

(2) Les agrégats M1, M2-M1 et M3-M2 ne sont pas concernés (la variation des encours y est égale aux flux).

(3) P3 regroupe aussi bien les actions cotées que non cotées ; ces dernières, majoritaires, sont toutefois valorisées selon des cours de marché.

(4) Source : Statistiques monétaires de la Banque de France.

ACTIFS FINANCIERS\* (ens. des agents non financiers)  
- contributions à la variation totale de l'encours -  
en Mds de francs par trimestre



\* monnaie et titres de placement  
Source : Banque de France

## 1996 : un effet de richesse important pour les ménages

La progression, début 1996, des actifs financiers apparaît ainsi davantage liée à l'orientation favorable des marchés et plus particulièrement à la hausse du cours des actions, qu'à des flux importants. Ces derniers se sont d'ailleurs réduits au premier semestre de 1996 par rapport au second semestre de 1995.

### Ménages : un patrimoine financier moins alimenté...

L'évolution, en 1996, des actifs financiers des ménages (en encours comme en flux) ne sera connue qu'au moment de la publication du tableau des opérations financières (TOF) correspondant. Il est toutefois possible d'en fournir une estimation grâce aux statistiques disponibles (cf. encadré technique). Ces calculs sont fragiles et n'ont d'autre prétention que de donner des ordres de grandeur plausibles. Les résultats obtenus par cette méthode apparaissent toutefois cohérents avec les résultats connus du TOF annuel de 1995, au moins au niveau global (celui-ci fait apparaître une variation, liée aux seuls flux, des actifs financiers des ménages de 580 milliards de francs<sup>(5)</sup> au lieu de 570 milliards selon la méthode ici retenue). La répartition par type d'actifs est cependant plus fragile, la méthode d'évaluation, statique, ne permettant pas de prendre en compte les modifications de comportement infra-annuelles.

Ces réserves étant faites, le message essentiel qui ressort des résultats obtenus est qu'après une vive progression à la fin de l'année 1995 les flux alimentant le patrimoine financier des ménages se seraient encore maintenus à un haut niveau au premier trimestre de 1996, pour reculer fortement par la suite (cf. tableau). Mesurée semestriellement, la contraction s'élèverait à 35 milliards de francs (295 milliards au premier semestre de 1996

### ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES, FLUX PAR GRANDES CATÉGORIES

(en milliards de francs)

	1995				1996		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Flux monétaires</b>	<b>19,9</b>	<b>45,1</b>	<b>53,9</b>	<b>72,6</b>	<b>2,5</b>	<b>-12,5</b>	<b>-5,6</b>
M1	-14,1	12,4	23,4	62,2	-22,9	7,3	3,8
M2-M1	27,9	13,4	16,8	51,3	30,9	29,1	15,1
M3-M2	6,1	19,3	13,7	-40,9	-5,5	-48,9	-24,5
<b>Flux de placements</b>	<b>57,8</b>	<b>117,3</b>	<b>74,2</b>	<b>129,8</b>	<b>180,8</b>	<b>125,1</b>	<b>113,5</b>
P1	35,9	19,6	25,1	89,5	96,0	40,5	43,0
P2	11,4	95,2	37,8	27,0	69,1	80,2	58,1
P3	10,5	2,5	11,3	13,3	15,7	4,4	12,4
<b>Total</b>	<b>77,7</b>	<b>162,4</b>	<b>128,1</b>	<b>202,4</b>	<b>183,3</b>	<b>112,6</b>	<b>107,9</b>

Estimation Insee (à partir de données de la Banque de France).

après 330 au second semestre de 1995), soit l'équivalent de 1,3 point de revenu disponible brut.

L'analyse par type d'actifs fait apparaître une forte poussée de M1 (billets et monnaie + dépôts à vue) au quatrième trimestre de 1995, immédiatement suivie d'un dégonflement brutal, ce mouvement étant sans doute lié à l'évolution inverse observée du côté de la consommation. Toujours à la fin de 1995, un fort mouvement de bascule s'est opéré entre les placements monétaires à taux variable (M3-M2) et les placements de type P1 (constitués avant tout de plans d'épargne-logement), les premiers perdant

près de 40 milliards de francs alors que les flux de placements atteignaient près de 90 milliards pour les seconds. Pénalisés par une modification défavorable de la fiscalité et par la baisse des taux d'intérêt à court terme, les placements monétaires à taux variable perdaient en effet beaucoup de leur intérêt face à des plans d'épargne-logement dont la rémunération devenait, par contrecoup, plus attractive. Ce mouvement de réallocation de l'épargne se serait poursuivi au premier trimestre de 1996, la forte progression des nouveaux place-

(5) Total des variations de créances - décalages comptables - moyens de paiement internationaux - prêts et crédits commerciaux.

### Actifs financiers - définition

#### Agrégats monétaires

**M1** : billets et monnaie, dépôts à vue ;

**M2** : M1 + livrets A, livrets bleus, comptes d'épargne-logement, Codevi, livrets d'épargne populaire, livrets jeunes, livrets soumis à l'impôt ;

**M3** : M2 + dépôts et titres de créance négociables (TCN) en devises, placements à terme, TCN en francs émis par les agents financiers, titres d'OPCVM monétaires, parts de fonds communs de créances ;

**M4** : M3 + TCN émis par les agents non-financiers résidents.

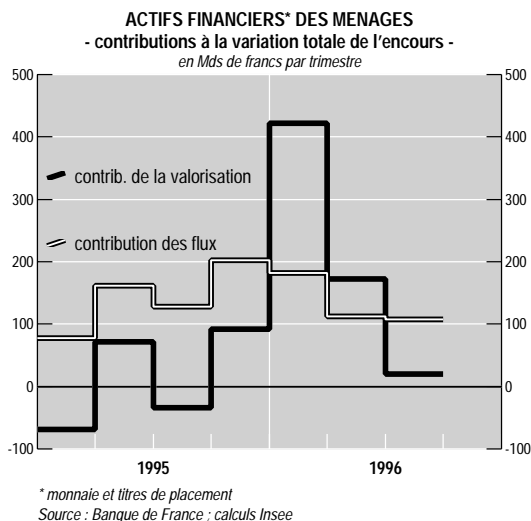
#### Agrégats de placement

**P1** : plans d'épargne-logement, comptes d'espèces associés aux plans d'épargne en actions, autres comptes d'épargne à régime spécial, contrats d'épargne-sociétés de crédit différé, plans d'épargne populaire, titres d'OPCVM garantis, bons de capitalisation ;

**P2** : obligations, OPCVM obligataires, placements d'assurance-vie ;

**P3** : actions, OPCVM actions, OPCVM diversifiés, autres titres d'OPCVM.

## 1996 : un effet de richesse important pour les ménages



ments de type P2 (assurance-vie, pour l'essentiel) s'additionnant à des flux toujours toujours soutenus sur P1. Dès le deuxième trimestre cependant, les flux de placements non monétaires se seraient essouffés, passant de près de 180 à 125 milliards de francs, ce qui, additionné à des retraits nets sur les actifs monétaires, aurait entraîné un repli sensible du flux global d'alimentation du portefeuille des ménages, à l'instar de ce qui s'est produit pour l'ensemble des agents non financiers.

### ... mais bénéficiant de fortes plus-values

Soutenue par le niveau encore élevé des flux au premier trimestre de 1996, la hausse du patrimoine financier des ménages aurait été de plus dopée, au cours de la même période, par un très fort effet de valorisation, lié au rebond du cours des actions (+10,9% pour le CAC40) et à la poursuite de la hausse du cours des obligations (+5,5%). D'un peu moins de

100 milliards de francs au quatrième trimestre de 1995, la réévaluation spontanée du portefeuille des ménages aurait ainsi bondi à plus de 400 milliards au premier trimestre de 1996, contribuant pour 3,5 points à la hausse de ce dernier (cf. graphique 2). Après cette très forte poussée, un mouvement de repli se serait enclenché ramenant les plus-values à moins de 200 milliards au deuxième trimestre et aux environs de zéro au troisième. Mais le gain acquis (près de 600 milliards de francs au premier semestre) reste très substantiel. Il n'est pas impossible que ce phénomène soit toujours à l'oeuvre début 1997, surtout à cause des marchés d'actions.

Même si elle n'intervient pas, comptablement, dans l'équilibre du budget des ménages<sup>(6)</sup> cette progression spontanée de leur richesse pourrait avoir eu des effets positifs sur la consommation, compensant

(6) Revenu + flux de dettes = consommation + investissement + flux de placement.

## Sources d'informations

### Les statistiques monétaires

Elles rassemblent les différents agrégats utilisés par la Banque de France pour la détermination des objectifs intermédiaires et le suivi de la politique monétaire. Elles retracent les encours de M4 et ceux des agrégats de placement (P1, P2, P3), pour l'ensemble des agents non financiers (sociétés et quasi-sociétés non financières, ménages, administrations publiques, administrations privées, assurances). Elles sont publiées mensuellement.

### Le tableau des financements et des placements (TFP)

L'actif du TFP regroupe les agrégats monétaires (M4) ainsi que les agrégats de placement, en flux et en encours. Son champ diffère un peu de celui des statistiques monétaires, du fait de l'exclusion des sociétés d'assurance. Mais ceci n'est pas gênant dans la mesure où les avoirs de ces sociétés sont clairement distingués dans les statistiques monétaires (on peut donc aisément calculer, dans ces dernières, un total des encours hors assurances) et où elles n'interviennent pas dans le calcul des flux.

La différence entre flux et variation d'encours tient à la

valorisation, au cours des marchés, de certains avoirs (actions, obligations, avoirs à court terme des résidents à l'étranger, OPCVM non-monnaies). Il convient, à ce propos, de noter que les intérêts capitalisés sur les OPCVM de capitalisation et sur l'assurance-vie, considérés comme des réinvestissements, sont comptabilisés dans les flux et ajoutés aux souscriptions effectives nettes.

Le TFP est publié trimestriellement.

### Le tableau des opérations financières (TOF)

Élaboré dans le cadre de la comptabilité nationale, il retrace l'ensemble des créances et des dettes, en encours et en flux, des agents économiques, en reprenant la ventilation par secteur de la comptabilité nationale. Pour les ménages, le solde des flux de créances et de dettes est égal (moyennant un ajustement) à la capacité de financement, dont le rapport au revenu disponible brut constitue le taux d'épargne financière. Le TOF est publié annuellement et trimestriellement.

Pour en savoir plus : T. Grunspan, Rapport annuel du Conseil national du crédit, 1995, p. 163 et suivantes.

### Évaluation des flux d'actifs financiers des ménages en 1996

La seule source exhaustive concernant les actifs financiers des ménages est le tableau des opérations financières (TOF) qui présente pour chaque secteur institutionnel la situation de son portefeuille, par grandes catégories de produits, à la fois en encours et en flux. Compte tenu du délai de production du TOF (le dernier disponible porte sur 1995), les flux d'actifs financiers des ménages en 1996 ont été évalués en appliquant aux flux du tableau des financements et des placements (TFP) une clé de répartition tirée du TOF de 1995, à savoir la part des ménages dans l'encours total détenu par les agents non financiers des différentes catégories de produits. Ceci revient à supposer que cette part est constante à court terme, hypothèse admissible dans la mesure où tous les agents non financiers sont confrontés aux mêmes arbitrages. S'y ajoute, du fait de l'obligation de travailler au niveau des agrégats (les flux produits par produits ne sont pas disponibles dans le TFP), une seconde hypothèse de constance, toujours à court terme, de la part de chaque produit de placement dans l'agrégat correspondant.

Le TFP et le TOF n'étant pas présentés selon la même nomenclature, on a dû, de plus, procéder à des redécoupages : par exemple, ne disposant pas dans le TOF, pour les produits

d'assurance acquis par les ménages, de la répartition entre bons de capitalisation et contrats d'assurance-vie, on a considéré qu'ils étaient tous compris dans P2 (en fait, seuls les seconds le sont), ce qui tend à surestimer la part des ménages dans cet agrégat.

Enfin, l'impact de la saisonnalité apparaissant déterminant, on a eu recours à une désaisonnalisation approximative des données brutes tirées du TFP :

- agrégats monétaires (M1, M2-M1, M3-M2) : les flux du TFP ont été remplacés par les variations d'encours désaisonnalisées tirées des statistiques monétaires (il n'y a pas, pour ces agrégats, d'effet de valorisation ; d'où l'assimilation entre variations d'encours et flux) ;

- agrégats de placement (P1, P2, P3) : utilisation directe des flux tirés du TFP (ces agrégats ne présentent pas de saisonnalité apparente).

*Nota bene : les flux relatifs à M4-M3 ne sont pas repris dans ce calcul, l'encours des placements de ce type dans le portefeuille des ménages étant nul.*

ainsi la médiocrité de la hausse des revenus. Ces plus-values latentes offrent en effet la possibilité :

- de maintenir la valeur du portefeuille tout en diminuant l'effort d'épargne ;

- de desserrer, en les réalisant, la contrainte budgétaire pesant éventuellement sur les ménages désirant accroître leur consommation.

Au total, il apparaît qu'il n'y a pas vraiment de contradiction entre la baisse de l'effort d'épargne constatée dans les comptes des ménages et l'augmentation notable de leur patrimoine financier, tel qu'il ressort des statistiques de la Banque de France. Si on ajoute à cela le fait que les ménages ont un peu plus recouru à l'endettement en 1996<sup>(7)</sup>,

on comprend mieux pourquoi les actifs financiers ont pu atteindre des niveaux élevés en dépit de la faiblesse des revenus et du dynamisme de la consommation. ■

<sup>(7)</sup> Les encours de crédits octroyés par les banques aux ménages ont progressé de 9,3 Mds de F au second semestre de 1995 et de 13,2 Mds au premier semestre de 1996.