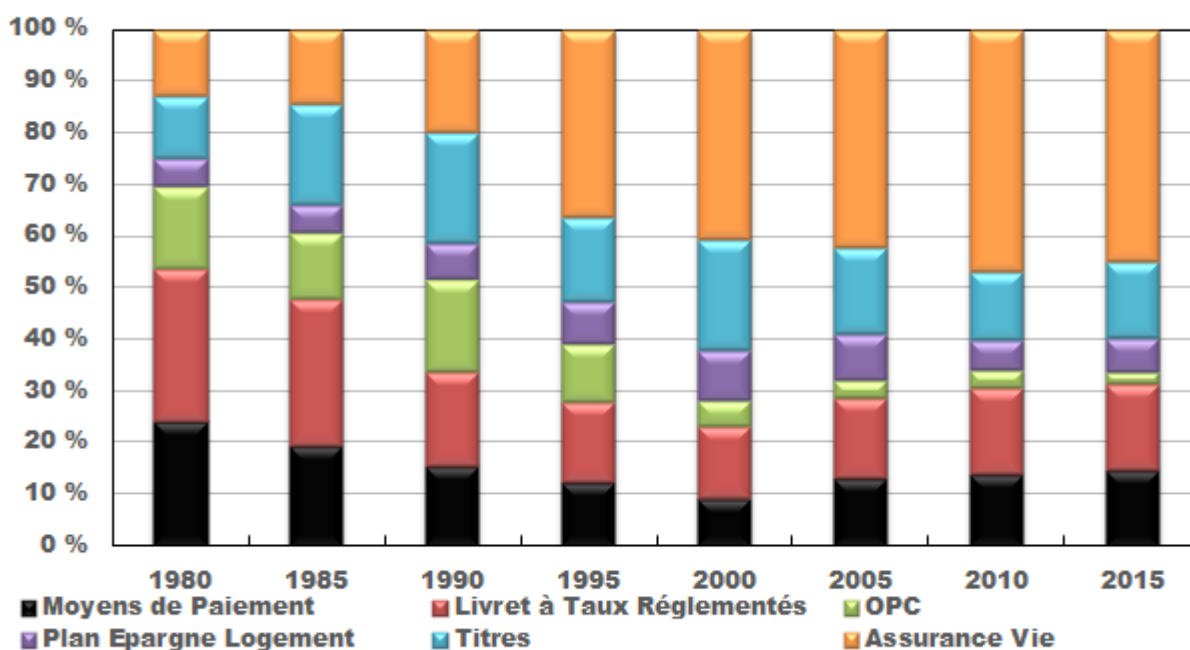


## Portefeuille stable des ménages depuis la crise

Par Sanvi Avouyi-Dovi avec Vladimir Borgy, Christian Pfister et Franck Sédillot

*Dans le portefeuille des ménages en France, le poids de l'assurance-vie s'est stabilisé à haut niveau récemment (fin 2015). Sa croissance antérieure s'était faite au détriment de l'épargne réglementée et des placements en OPC (Organismes de Placement Collectif). Cette répartition serait surtout liée à des effets d'offre, comme l'innovation financière et les incitations fiscales, au-delà des crises et ce même si des ruptures de tendance se dessinent vers 2008.*

### L'assurance-vie au dessus de 40% du portefeuille des français



Sources : Banque de France et auteurs.

### Six catégories d'actifs aux dynamiques contrastées

Les actifs financiers des ménages français sont répartis en six catégories (voir graphique) : moyens de paiement (dépôt à vue, par exemple), livrets à taux réglementés (livret A...), titres d'Organismes de Placement Collectif (OPC) monétaires et placements à terme, plans d'épargne logement (PEL), « titres » (actions, et obligations et OPC non monétaires), assurance-vie et plans d'épargne populaire, désigné par « assurance vie » dans la suite du papier. Ces catégories sont classées en fonction de la proximité de leurs caractéristiques : leur plus ou moins fort degré de liquidité, leur risque en capital, .... Ce sont les poids de ces actifs, à savoir la valeur de l'actif ramenée au montant total du portefeuille en euros des ménages, qui sont examinés ici.

La part de l'assurance-vie a quadruplé de 11% du total en 1980 à 45% en 2015. Les livrets à taux réglementés baissent à l'inverse de presque moitié (32 % à 17 %). La part des PEL a quasi-doublé à 10% en 2000, avant d'amorcer un retour à son niveau des années 1980. La part des titres et surtout celle des OPC se sont rétrécies progressivement au cours du temps. Enfin, la part des moyens de paiements fluctue plus ou moins fortement autour de leur niveau de 1990 (16% en 1990 contre 15% en 2015). Mais l'essentiel de

ces évolutions se fait jusqu'à la fin des années 90. Ainsi, il n'y aurait pas eu de bouleversement majeur apparent dû à la crise financière mondiale et celle des dettes souveraines en Europe. Une analyse plus fine des ruptures de tendance en révèle pourtant vers 2008 pour les actifs les moins liquides.

### Des évolutions liées aux innovations, à la réglementation, aux incitations fiscales

Pour les moyens de paiement, quatre facteurs sont à l'origine de la baisse de leur poids : l'augmentation de la richesse, la baisse marquée de l'inflation depuis la fin des années 70 (auparavant, les ménages reconstituaient en permanence leurs encaisses afin de stabiliser leur pouvoir d'achat – l'effet Pigou), le développement des moyens modernes de paiement et l'expansion des innovations financières qui a permis de répondre à un besoin de diversification, y compris en actifs liquides.

S'agissant des livrets à taux réglementés, l'évolution de leurs parts est imputable à la fixation des taux par les pouvoirs publics, à l'autorisation qu'ils ont accordée à toutes les banques de distribuer certains produits réglementés, comme le livret A. Le plan d'épargne logement est un actif dont l'évolution est dictée par la réglementation et les réformes décidées par les pouvoirs publics : plafond des dépôts ou des prêts, primes et taxes, taux, etc. Les OPC monétaires et les placements à terme suivent de près le marché monétaire.

Les fluctuations des « titres » semblent essentiellement imputables aux effets de valorisations des composantes, notamment les actions. Enfin, les incitations fiscales, la démographie et la baisse des taux à long terme sont les trois facteurs qui concourent au dynamisme exceptionnel de l'assurance-vie sur toute la période (voir [Monfront et al., 2005](#)).

### Actifs les moins liquides : rupture de tendance la plus récente en 2008

Des tests statistiques (dits de Bai-Perron) effectués sur la période 1978-2015 permettent d'isoler plusieurs ruptures dans la dynamique des parts des actifs (voir Avouyi-Dovi *et al.*, 2016, "A Revisited Almost Ideal Demand System: An Application to the French Households' Financial Portfolio", miméo). Trois ruptures apparaissent dans l'évolution des actifs agrégés (voir tableau) ; elles surviennent surtout dans les décennies 80 et 90. On peut les relier aux discontinuités des politiques de l'épargne, à la déréglementation financière (avec en particulier la libération des mouvements de capitaux) et à l'instabilité de l'environnement économique et financier (notamment les crises de change du SME).

Les années 2000 sont aussi marquées par une rupture pour chaque catégorie d'actifs. Celle-ci se produit soit en début de période (moyens de paiement ; OPC monétaires et placements à terme), soit au début de la crise financière pour les livrets à taux réglementés, l'assurance-vie et les titres, dont les parts cumulées dépassent 75 % au T4 2015. Les PEL ont une rupture spécifique à la fin de 2006, lorsque la totalité des intérêts acquis sur les PEL ouverts depuis plus de 12 ans est devenue imposable, ce qui a induit une baisse de leur part.

### Des ruptures spécifiques à chaque actif

Catégories d'actifs	Rupture 1	Rupture 2	Rupture 3	Rupture 4
<i>Moyens de paiements</i>	1984 T1	1989 T3	1996 T4	2002 T3
<i>Livrets à taux réglementés</i>	1986 T1	1991 T3	<b>2008 T3</b>	ND
<i>OPC monétaire et placements à terme</i>	1984 T4	1989 T2	1996 T4	2003 T4

<i>Plans d'épargne logement</i>	1986 T3	1995 T3	2006 T3	ND
<i>Titres</i>	1985 T3	1992 T1	2002 T1	2008 T4
<i>Assurance-vie et PEP</i>	1987 T3	1992 T1	1998 T3	2008 T1

Source : calculs des auteurs sur données trimestrielles (1978 T1-2015 T4). ND : rupture non détectée. Case foncée : « effet crises récentes ».

## Instabilité de la relation entre la structure du portefeuille et ses facteurs explicatifs

Le modèle utilisé ici met en relation les poids des actifs financiers avec leurs rendements et la richesse (voir [Deaton and Muellbauer, 1980](#) et Avouyi-Dovi S. *et al.*, 2016). Il permet des effets de substitution ou de complémentarité entre actifs. On a ajouté à ces déterminants des indicateurs d'incertitude, de cycle d'activité ou de vie et imposé des contraintes permettant d'assurer la cohérence du système.

Les ruptures sont appréhendées au travers de l'instabilité des relations explicatives entre les actifs et leurs déterminants (rendements, richesse, etc.). Ces relations sont estimées de manière continue sur des sous-échantillons dans lesquels les observations les plus anciennes sont peu à peu remplacées par des observations les plus récentes. Ces régressions permettent de vérifier si les modifications des informations altèrent les coefficients de manière significative.

Les résultats montrent une instabilité des relations au sens où les élasticités entre les parts des actifs à leurs déterminants varient dans le temps quel que soit l'actif considéré. Ce constat concerne les facteurs explicatifs fondamentaux (rendements, richesse) mais également les facteurs additionnels (indicateurs d'incertitude). En particulier, les coefficients estimés sur le premier tiers de la période sous-revue, marquée par une déréglementation financière et les crises de change du Système Monétaire Européen, sont fortement volatils. Enfin, des ruptures de tendance des coefficients se produisent selon les actifs à la fin des années 90 et au début des années 2000. En résumé, il n'y a pas de remise en cause du modèle mais ses coefficients ne sont pas stables dans le temps. En effet, le pouvoir explicatif du modèle estimé sur la période 1999-2015 demeure élevé (plus de 90%) en dépit des ruptures de 2008.

La survenance des crises et la persistance de taux d'intérêt bas ne semblent pas jusqu'à présent avoir eu un impact significatif sur la structure du portefeuille des ménages français. L'évolution de cette structure reste liée à des effets d'offre, comme l'innovation financière ou les incitations fiscales. En revanche, suite à la crise financière, des ruptures sont apparues dans la dynamique des actifs les moins liquides (assurance-vie, titres). Les données n'étant pas disponibles sur une période suffisamment longue, on ne peut pas en déduire que le schéma précédent, marqué par une large prépondérance de l'assurance-vie, soit mis en cause.