

## **Immobilier et actifs financiers des ménages : quelles différences de comportement au sein de la zone euro ?**

**Luc ARRONDEL**  
CNRS – École d'économie de Paris (PSE)

**Frédérique SAVIGNAC**  
Banque de France  
Direction des Études microéconomiques  
structurelles

*Cette lettre présente le résultat de travaux de recherche menés à la Banque de France. Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.*

*Les patrimoines des ménages diffèrent significativement dans les pays de la zone euro, aussi bien en termes de détention d'actifs immobiliers que de composition des portefeuilles financiers. Ce Rue de la Banque résume les premiers travaux sur la composition des patrimoines menés à partir de l'enquête de l'Eurosysteme « Household finance and consumption survey ». Ceux-ci mettent en évidence que ces différences de comportements patrimoniaux s'expliquent par les caractéristiques individuelles des ménages (âge, diplômes, revenus, composition du ménage, héritage), dont les effets sont plus au moins forts selon l'environnement économique, institutionnel et financier propre à chaque pays.*

### **Comment expliquer les comportements patrimoniaux des ménages ?**

Si l'on se réfère à la théorie du cycle de vie, le patrimoine est accumulé par les ménages au cours de leur vie active en vue de financer les besoins de consommation de la période de retraite et pour se couvrir contre les risques futurs (chômage, santé, durée de vie). Dans ce contexte, la richesse courante dépend de plusieurs caractéristiques propres au ménage : sa position dans le cycle de vie, ses ressources, ses préférences temporelles, etc. Au-delà des effets des caractéristiques individuelles, les décisions patrimoniales des ménages sont également influencées par leur environnement économique et institutionnel (prix de l'immobilier, fiscalité, chômage, systèmes de retraite, etc.).

Ce numéro de *Rue de la Banque* analyse les différences de comportements patrimoniaux des ménages d'un pays à l'autre en fonction de leurs caractéristiques sociodémographiques. Il évalue aussi l'importance de leurs rôles respectifs en fonction de l'environnement économique et institutionnel.

Deux grandes composantes des patrimoines sont principalement analysées : l'immobilier et les actifs financiers risqués. Outre sa place prépondérante dans le patrimoine des ménages, l'immobilier joue un rôle spécifique dans leurs décisions : il est à la fois bien de consommation (logement) et bien d'investissement. Il peut aussi jouer un rôle particulier dans la transmission intergénérationnelle du patrimoine. En ce qui concerne le patrimoine financier, les analyses distinguent généralement les actifs financiers en fonction de leurs caractéristiques de rendement/risque, et s'intéressent à la part que représentent les actifs financiers dits risqués (notamment les instruments en actions) dans le portefeuille des ménages. Celle-ci dépend notamment des préférences vis-à-vis du risque de l'épargnant, de ses ressources (qui peuvent être incertaines) et de ses anticipations. Nous nous appuyons sur l'enquête que conduit l'Eurosysteme sur le patrimoine, les revenus et la consommation des ménages (*Household finance and consumption survey* – HFCS<sup>1</sup>).

<sup>1</sup> L'analyse est menée à partir de la première vague de l'enquête HFCS. Celle-ci a été conduite dans 15 pays de la zone euro et porte essentiellement sur l'année 2010. Cf. *Household finance and consumption network (2013)* et Arrondel et al. (2013).

## Hétérogénéité des patrimoines des ménages

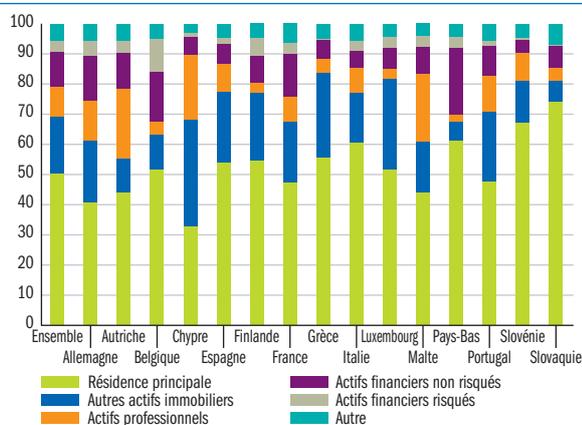
Pour les besoins de l'analyse statistique, le patrimoine privé des ménages est ventilé en six grandes catégories. Au sein des actifs non financiers, nous distinguons : le logement principal, les autres biens immobiliers (résidence secondaire, immobilier de rapport) et les actifs professionnels. Conformément à la littérature sur les choix de portefeuille (cf. Guiso *et al.*, 1996), on considère d'une part, une classe d'actifs financiers risqués (actions, fonds communs de placement, obligations) et, d'autre part, des actifs financiers dits « non risqués » (comptes chèques, livrets et dépôts à vue, épargne retraite privée volontaire). Enfin, une catégorie « autre » regroupe le patrimoine résiduel qui comprend essentiellement des biens durables (véhicules, bijoux, œuvres d'art).

Sur l'ensemble des pays considérés, l'immobilier (résidence principale et autres actifs immobiliers) représente près de 70 % de la valeur des actifs détenus par les ménages et le patrimoine financier environ 15 % dont à peine 4 % investi en actifs risqués<sup>2</sup>.

Ces proportions varient cependant d'un pays à l'autre (cf. graphique 1). La résidence principale représente près de 61 % de la valeur des actifs des ménages<sup>3</sup> en Italie mais seulement 41 % en Allemagne (la France se situant à un niveau intermédiaire à 48 %). Les actifs financiers risqués représentent 11 % de la valeur des actifs des ménages en Belgique, autour de 5 % en Allemagne, environ 3,5 % en Italie et en France et moins de 2 % en Espagne.

### G1 Structure des actifs des ménages dans les pays de la zone euro

(en %)



Source : Arrondel *et al.* (2014).

## Diffusion des actifs et structure des patrimoines

Ces structures moyennes peuvent être vues comme résultant de deux types de décision : le choix « discret » de détention des actifs (quels actifs détenir ?) et celui de la demande conditionnelle (quel montant investir dans chaque actif détenu ?). Les pays examinés se différencient dans ces deux dimensions.

En Allemagne, le taux de détention de la résidence principale (44 % des ménages) est le moins élevé de la zone euro (60 % dans son ensemble). À l'opposé, plus des trois quarts des ménages sont propriétaires de leur résidence principale en Slovaquie, en Slovénie, en Espagne, à Malte et à Chypre. La France occupe une position intermédiaire : 55 % des ménages sont propriétaires de leur résidence principale.

### T1 Pourcentage de ménages propriétaires de leur résidence principale

Ensemble de la population et par quintile de richesse nette (en %)

	Ensemble	Quintile de richesse nette totale				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Ensemble	60	5	29	79	93	95
Allemagne	44	4	7	39	79	92
Autriche	48	3	4	52	88	92
Belgique	70	3	60	95	96	95
Chypre	77	19	81	95	93	96
Espagne	83	31	93	97	97	97
Finlande	69	23	37	92	97	98
France	55	1	13	78	91	93
Grèce	72	7	74	93	95	94
Italie	69	2	54	93	97	97
Luxembourg	67	4	48	94	96	94
Malte	78	13	85	97	99	96
Pays-Bas	57	25	23	55	87	96
Portugal	72	12	67	89	95	95
Slovaquie	90	53	99	100	99	100
Slovénie	82	24	93	98	99	98

Note : La richesse nette (ou patrimoine net) est définie comme la somme des actifs immobiliers et financiers détenus par les ménages, diminuée de l'endettement.

Source : Arrondel *et al.* (2014).

2 Cf. Household finance and consumption network (2013) pour toutes précisions méthodologiques concernant l'enquête, et notamment des comparaisons avec d'autres sources, dont les comptes de patrimoine de la comptabilité nationale.

3 Il s'agit du patrimoine brut, calculé comme la somme des actifs détenus par les ménages, sans tenir compte de leur endettement.

Dans tous les pays, la quasi-totalité des ménages (plus de 90 %) du 5<sup>e</sup> quintile<sup>4</sup> de richesse nette détiennent leur résidence principale. C'est dans le bas de la distribution que les disparités entre pays sont les plus grandes : la Slovaquie, l'Espagne ou encore les Pays-Bas sont les pays dans lesquels on observe la plus forte proportion de propriétaires parmi les ménages les plus modestes (du 1<sup>er</sup> quintile de richesse nette, correspondant aux 20 % des ménages les moins riches en termes de patrimoine net).

Les raisons de ces différences entre pays sont multiples. Elles peuvent être dues à des différences de structure et de caractéristiques de population (âge, revenus, situation familiale...). Elles recouvrent aussi des aspects culturels (transmission du patrimoine immobilier dans les familles, cohabitations intergénérationnelles), historiques (collectivisation des biens dans les ex-pays socialistes, politique de reconstruction après la guerre), et institutionnels (fonctionnement des marchés locatifs, secteur de la construction, fiscalité, politique du logement).

En ce qui concerne le patrimoine financier, les disparités illustrées dans le graphique 1 se retrouvent également dans le pourcentage de ménages qui détiennent des actifs risqués : entre un ménage sur cinq et un ménage sur quatre en Italie (20 %), en France (22 %) et en Allemagne (23 %). Ils sont cependant environ un sur trois en Belgique (31 %), à Malte (34 %), à Chypre (36 %) et en Finlande (39 %). Globalement, les ménages les plus riches (appartenant au 5<sup>e</sup> quintile de richesse nette) sont 2,2 fois plus nombreux que la moyenne à détenir des actifs risqués. Si l'on s'intéresse aux 5 % les plus riches, ce ratio est près de 3 fois supérieur à la moyenne.

Au sein des ménages qui investissent sur les marchés financiers, le montant médian investi est de l'ordre de 12 000 euros, ordre de grandeur que l'on observe dans les quatre grands pays de la zone euro (Allemagne, Italie, Espagne et France) – cf. tableau 2.

Parmi les pays présentant la plus forte proportion de ménages détenteurs d'actifs risqués, on observe des situations toutefois très contrastées quant aux montants investis : pour certains d'entre eux, les montants médians investis sont limités (moins de 4 000 euros à Chypre et en Finlande), mais sont en revanche supérieurs à 20 000 euros à Malte et en Belgique.

Les montants investis par les détenteurs augmentent très fortement avec le niveau de richesse des ménages. Cette relation en général plus que proportionnelle permet de qualifier ces actifs de « biens de luxe ».

## T2 Montants détenus en actifs risqués

Ensemble de la population détentrice et par quintile de richesse nette  
(en milliers d'euros ; médianes)

	Ensemble	Quintile de richesse nette totale					Top 5 %
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	
Ensemble	12,1	1,7	5,0	8,2	11,2	28,2	50,4
Allemagne	12,1	1,7	3,0	7,8	12,5	30,0	49,7
Autriche	12,3	3,0	4,5	10,3	11,5	22,0	107,3
Belgique	20,1	4,0	5,0	6,8	19,8	75,0	363,2
Chypre	2,0	0,2	1,5	0,9	2,2	6,6	13,9
Espagne	12,0	5,8	8,5	7,6	7,6	19,1	56,0
Finlande	3,7	0,5	2,2	2,2	3,8	12,8	33,6
France	8,1	1,0	2,3	4,1	7,3	20,5	47,3
Grèce	7,3	1,9	0,7	4,9	4,9	10,0	30,8
Italie	22,4	4,0	13,0	15,0	20,0	35,0	60,0
Luxembourg	28,5	10,2	9,6	15,3	26,9	87,8	282,6
Malte	21,6	8,9	10,0	16,5	24,1	45,6	57,0
Pays-Bas	8,2	4,2	2,9	5,3	10,8	21,7	105,9
Portugal	8,9	0,8	3,0	8,0	5,0	15,7	28,2
Slovaquie	1,1	0,7	0,4	0,7	1,2	4,1	9,3
Slovénie	3,4	2,2	1,4	2,4	3,3	4,8	5,3

Note : « Top 5 % » : 5 % les plus riches.

Source : Arrondel et al. (2014).

## Les déterminants individuels du patrimoine...

Un modèle économétrique expliquant le montant investi dans un actif détenu par le ménage (modèle Tobit) est estimé pour étudier le rôle des facteurs sociodémographiques dans les choix patrimoniaux des ménages. Ce modèle est estimé pays par pays afin d'analyser dans un second temps la corrélation entre les différences des effets démographiques entre pays et les facteurs environnementaux et institutionnels.

Comme l'illustrent les statistiques descriptives présentées plus haut, la probabilité de détenir de l'immobilier d'une part, des actifs financiers risqués d'autre part, est fortement corrélée au niveau de patrimoine global. Nous contrôlons par la position du ménage dans l'échelle des patrimoines (et non par le niveau) pour limiter les biais d'endogénéité, et nous interprétons l'effet en termes de corrélation. Les résultats montrent que cette corrélation est toujours positive, qu'il s'agisse des actifs immobiliers ou financiers ; elle varie cependant d'un pays à l'autre (cf. graphique 2 *infra*).

4 Il s'agit donc des 20 % les ménages les plus riches en termes de patrimoine net de l'endettement.

Par exemple en Espagne (respectivement en Autriche), la valeur de la résidence principale, toutes choses égales par ailleurs, est environ 10 fois (respectivement 25 fois) plus élevée dans le 5<sup>e</sup> quintile de richesse que dans le 1<sup>er</sup> quintile de richesse.

Il est intéressant de constater qu'une fois le niveau de revenu et de patrimoine pris en compte, les coefficients des variables démographiques restent significatifs. Ainsi, dans la plupart des pays, les ménages constitués d'un couple avec enfant(s) détiennent, toutes choses égales par ailleurs, un logement de plus grande valeur que les ménages célibataires, ce qui est cohérent avec des besoins de logement plus grand. En outre, les ménages qui ont reçu un héritage ont une résidence principale de valeur supérieure dans la plupart des pays. On obtient également des effets significatifs de l'âge, leurs signes différant toutefois entre pays.

Concernant les actifs financiers risqués, outre la corrélation positive avec le niveau de richesse globale mentionnée plus haut, on obtient également une corrélation positive avec les quintiles de revenu dans la plupart des pays, mais dont le niveau varie. Par exemple, l'investissement en actifs risqués est cinq fois plus important dans le 5<sup>e</sup> quintile de revenu à Malte que dans le 1<sup>er</sup> quintile. Au Luxembourg et en Italie, ce coefficient multiplicateur est supérieur à quinze (cf. graphique 3). Cette corrélation positive entre les revenus, comme le patrimoine, et la détention d'actifs risqués peut s'expliquer par l'existence de coûts de transaction et d'information importants (King et Leape, 1998).

Le niveau général d'éducation est lui aussi positivement lié à la probabilité de détenir des actifs risqués, renforçant l'effet précédent des coûts d'information sur la diversification des patrimoines. Le niveau de l'éducation financière (*financial literacy*), corrélé au niveau général d'éducation, pourrait aussi expliquer cet effet (Lusardi et Mitchell, 2014).

Les personnes seules détiennent, toutes choses égales par ailleurs, plus souvent des actifs risqués et investissent davantage dans ces placements. À l'inverse, les ménages avec enfant(s) (qu'il faut protéger) font face à davantage de risques et investissent en conséquence moins en actifs risqués.

Cette gestion des risques révèle un comportement de « tempérance » (désir de modérer le risque global, Kimball, 1993).

## G2 Valeur relative de la résidence principale dans le 5<sup>e</sup> quintile de richesse (par rapport au 1<sup>er</sup> quintile)

(en %)



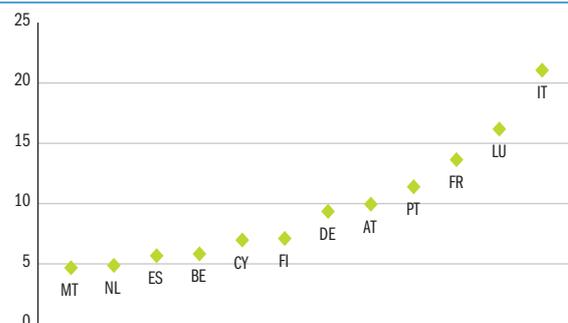
Légende :  
 AT : Autriche DE : Allemagne FR : France LU : Luxembourg PT : Portugal  
 BE : Belgique ES : Espagne GR : Grèce MT : Malte SK : Slovaquie  
 CY : Chypre FI : Finlande IT : Italie NL : Pays-Bas SI : Slovénie

Note : Résultat de l'estimation du modèle Tobit, effets marginaux moyens. Les effets reportés sont significativement différents de zéro au seuil de 10 %.

Source : Arrondel et al. (2014).

## G3 Valeur relative du montant investi en actifs financiers risqués du 5<sup>e</sup> quintile de revenus (par rapport au 1<sup>er</sup> quintile)

(en %)



Légende :  
 AT : Autriche DE : Allemagne FR : France MT : Malte  
 BE : Belgique ES : Espagne IT : Italie NL : Pays-Bas  
 CY : Chypre FI : Finlande LU : Luxembourg PT : Portugal

Note : Résultat de l'estimation du modèle Tobit, effets marginaux moyens, reportés uniquement s'ils sont significativement différents de zéro au seuil de 10 %.

Source : Arrondel et al. (2014).

## ... ont des effets plus ou moins marqués selon l'environnement économique et institutionnel

Pour comprendre les différences entre effets des variables sociodémographiques illustrées par les graphiques 2 et 3, nous analysons leur corrélation avec des indicateurs de l'environnement économique et institutionnel.

Nous trouvons ainsi que la corrélation entre le niveau global de patrimoine et la valeur de la résidence principale est liée au fonctionnement des marchés du crédit, notamment le marché hypothécaire (*mortgages*). Cette corrélation est plus faible dans les pays où les emprunts gagés sur l'immobilier peuvent servir à d'autres achats que celui du bien lui-même<sup>5</sup>. L'effet différencié du niveau

du patrimoine peut donc être lié à des différences de contraintes de crédit rencontrées par les ménages ou de conditions institutionnelles et réglementaires de financement d'autres dépenses gagées sur la valeur de leur bien immobilier.

Concernant la composition du patrimoine financier, nous trouvons que la corrélation positive entre les revenus du ménage et ses investissements financiers risqués tend à être d'autant plus grande que les taux de remplacement moyens des systèmes de retraite sont faibles<sup>6</sup>.

5 Source de l'indicateur de marché des *mortgages* : Banque centrale européenne (2009).

6 Source de l'indicateur de taux de remplacement : OCDE (2011).

## Bibliographie

### Arrondel (L.), Roger (M.) et Savignac (F.) (2013)

« Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier », *Bulletin de la Banque de France*, n° 192, 2<sup>e</sup> trimestre, p. 81-94. [Télécharger le document](#)

### Arrondel (L.), Bartiloro (L.), Fessler (P.), Lindner (P.), Mathä (T. Y.), Rampazzi (C.), Savignac (F.), Schmidt (T.), Schürz (M.) et Vermeulen (P.) (2014)

« How do households allocate their assets? Stylised facts from the Eurosystem household finance and consumption survey », Banque de France, *Working Paper*, n° 504 et European Central Bank, *Working Paper*, n° 1722. [Télécharger le document](#)

### BCE – Banque centrale européenne (2009)

« Housing finance in the euro area », *ECB Occasional Paper Series*, n° 101.

### Guiso (L.), Jappelli (T.) et Terlizzese (D.) (1996)

« Income risk, borrowing constraints, and portfolio choice », *The American Economic Review*, vol. 86, n° 1, p. 158-172.

### Household Finance and Consumption Network (2013)

« The Eurosystem household finance and consumption survey: methodological report for the first wave », *Statistical Paper Series*, n° 1.

### Kimball (M.) (1993)

« Standard risk aversion », *Econometrica*, vol. 6, n° 3, p. 589-611.

### King (M.) et Leape (J.) (1998)

« Wealth and portfolio composition: theory and evidence », *Journal of Public Economy*, vol. 69, n° 2, p. 155-193.

### Lusardi (A.) et Mitchell (O.) (2014)

« The economic importance of financial literacy: theory and evidence », *Journal of the Economic Literature*, vol. 52, n° 1, p. 5-44.

### OCDE – Organisation de coopération et de développement économiques (2011)

« Pensions at a glance 2011: retirement-income systems in OECD and G20 countries », *OECD Publishing*.

#### Éditeur

Banque de France

#### Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

#### Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

#### Réalisation

Direction de la Communication

Février 2016

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)