OECD Meeting of National Accounts Experts
Paris, 8-11 octobre 2002

Le patrimoine des ménages dans les comptes nationaux : une comparaison Europe/Etats-Unis/Japon

André Babeau (European Savings Institute)
Teresa Sbano (Pioneer Investments)

OECD Meeting of National Accounts Experts
Paris, 8-11 October 2002

Le patrimoine des ménages dans les comptes nationaux : une comparaison Europe/Etats-Unis/Japon

par André Babeau (European Savings Institute) et Teresa Sbano (Pioneer Investments)[1]

S'agissant des ménages, les comparaisons internationales ont souvent porté jusqu'à présent sur les comptes de flux (PIB par habitant, revenu disponible, taux d'épargne…etc.) et beaucoup moins souvent sur les éléments de patrimoine (actifs financiers et non financiers, passifs). C'est que la réinsertion des patrimoines dans la théorie économique est relativement récente. C'est aussi que les données patrimoniales étaient jusqu'ici beaucoup moins développées dans la comptabilité nationale que les informations sur les flux. Cette deuxième constatation explique d'ailleurs, au moins en partie, la première.
Aussi bien, si les comparaisons internationales de flux ont pu progressivement faire l'objet d'harmonisations satisfaisantes, il n'en est pas encore de même des comparaisons qui portent sur les éléments actifs ou passifs des patrimoines. Les difficultés de telles comparaisons reposent parfois sur les concepts eux-mêmes, parfois sur les façons de les mesurer, parfois encore sur l'indisponibilité des informations nécessaires à une telle mesure.
Nous sommes donc encore dans une période où ces comparaisons restent difficiles, en dépit de l'existence de manuels très détaillés, comme celui qui concerne le nouveau Système européen de comptes, publié dès 1996.
La prudence s'impose donc : les informations officielles publiées sont déjà parfois d'une interprétation difficile ; or, ici, nous nous sommes souvent efforcés d'aller **au-delà des informations publiées**, pour pouvoir étudier plus précisément les évolutions des patrimoines. Certains des résultats présentés dans ce qui suit ont donc davantage le caractère d'estimations correspondant à une étape de la recherche que de statistiques définitives destinées à entrer dans une banque de données. Ces précautions sont nécessaires dans les comparaisons entre pays européens où pourtant certaines harmonisations sont déjà intervenues dans la façon de construire les comptes. Elles le sont davantage encore quand la comparaison s'élargit avec des pays comme les Etats-Unis et le Japon qui ont parfois fait des choix de méthodes différents de ceux qui ont été faits en Europe[2].
En contrepartie de notre audace, comme on pourra en juger, beaucoup des résultats présentés ci-après ont un caractère entièrement original.

En matière de patrimoine des ménages dans les comptes nationaux, nous avons choisi de nous intéresser exclusivement aux « encours » : notre intérêt portait en effet principalement sur **l'évolution du montant et de la composition de ces encours**. La prise en considération des flux n'aurait réellement pu être intéressante que si les comptes patrimoniaux des différents pays avaient été complets. Il aurait ainsi fallu pouvoir disposer non seulement des flux nouveaux de placements sur les différents actifs, mais encore des réévaluations et des « autres

[1] Ce rapport a été élaboré par un groupe de travail réunissant des représentants de l'OCDE, de Pioneer Investments et de l'Observatoire de l'épargne européenne (European Savings Institute).
[2] Les comptes japonais – notamment les « flow of funds accounts » - sont assez proches des comptes américains sur le modèle desquels ils ont été construits dans les années qui ont suivi la seconde guerre mondiale.

variations en volume » concernant ces différents actifs[3]. Or, on sait que ces deux dernières informations ne sont publiées que par très peu de pays européens[4].
Nos investigations sur les « encours » ont porté sur **trois grands domaines** :

- les patrimoines financiers tels qu'ils résultent des comptes financiers publiés par les différents pays (pour les pays européens le secteur concerné est le secteur ménages au sens large, i.e. les deux secteurs S14 et S15) ;
- les passifs financiers (par opposition aux passifs fiscaux ou sociaux) des mêmes ménages : ces passifs figurent également dans les comptes financiers avec une distinction assez fruste entre le passif à plus d'un an et le passif à au plus un an ;
- les patrimoines résidentiels possédés par les ménages et correspondant à l'ensemble des logements possédés par les ménages à quel que titre que ce soit (résidences occupées par leur propriétaire, résidences secondaires, logements donnés à bail…etc.).

S'agissant de ce dernier élément de patrimoine, nous avons été amenés à le retenir parce qu'il correspond, partout et de loin, à l'actif le plus important du patrimoine non financier des ménages. Malheureusement, on le verra les comptes des patrimoines non financiers sont encore beaucoup moins développés que les comptes des patrimoines financiers.
Le rapport qui suit reprendra donc dans son exposition les résultats obtenus en ce qui concerne chacun des trois domaines qui viennent d'être mentionnés. Pour ne pas alourdir les développements, on a fait figurer à la fin de ce rapport les trois annexes méthodologiques correspondant à chacune de ces parties ; ces annexes présentent les problèmes méthodologiques que nous avons rencontrés et les solutions que nous avons cru pouvoir y apporter. Un bref résumé des problèmes rencontrés est cependant présenté dans l'encadré ci-dessous.

Encadré n°1

PRINCIPALES DIFFICULTES METHODOLOGIQUES RENCONTREES

- l'absence très générale de comptes patrimoniaux **complets** pour le patrimoine financier et, plus encore, pour le patrimoine non financier : les « réévaluations » ne sont pas distinguées des « autres variations en volume » de sorte qu'il est impossible de passer, de façon rigoureuse, du « patrimoine d'ouverture » des ménages à leur « patrimoine de clôture » [5];
- pour les Etats-Unis, le traitement des **entreprises individuelles** au sein de la rubrique « non corporate equity » introduit, par rapport aux autres pays, une grosse hétérogénéité à laquelle nous n'avons pu qu'imparfaitement remédier ;
- la prise en compte des **« actions non cotées » (F512)** et « autres participations » (F513) apparaît comme assez problématique dans beaucoup de pays : le problème est généralement de trois ordres : affectation aux ménages du « volume » de portefeuille qui est le leur, « valorisation » de ce portefeuille à un moment donné du temps, enfin, mode calcul des réévaluations d'une année sur l'autre ;
- toujours dans le patrimoine financier, la **décomposition des différents types de fonds d'investissement** détenus par les ménages est délicate : la composition globale des fonds

---

[3] Comme on sait, ces « autres variations en volume » recouvrent des changements de nature de certains actifs ou des changements de classement sectoriel de certaines unités élémentaires.
[4] A notre connaissance, en ce qui concerne les comptes de la période 1995-2000 publiés en 2001, la France semble être le seul pays de l'Europe des Quinze à avoir livré ce type d'informations.
[5] On pourra se référer sur ce point pour les pays européens à « Household Financial Wealth : Trends, Structures and Valuation Methods », par Betina Sand Christensen et Tue Mollerup Mathiasen, 27th General Conference of IARIW, Stockholm, 18-24 août 2002, texte ronéoté, 26 pages (en particulier, pages 5 à 8).

est généralement bien connue (sous réserve de se mettre d'accord sur la bonne nomenclature), mais leur affectation « sectorielle » reste encore l'exception ;

- l'assurance-vie ne correspond pas au même type d'épargne suivant qu'on utilise des supports (investment vehicle) en **unités de compte ou à taux garanti** ; la distinction que nous avons pu opérer ici repose – pour les pays européens - sur des informations récentes qui demanderont à être confirmées ;
- en matière de fonds de pension, la distinction entre **fonds à cotisations définies et fonds à prestations définies** repose aussi sur la volonté de distinguer les différents types de risque pour l'épargnant ; elle est le plus souvent d'un accès difficile dans les comptes nationaux ;
- en ce qui concerne le passif des ménages, nous avons choisi de nous intéresser ici aux crédits accordés par les seules institutions financières (banques, assurances, établissement spécialisés dans le crédit…etc.) ; à cet égard, la distinction entre crédits à au plus un an et crédits à plus d'un an apparaît comme insuffisante ; la distinction **entre crédits à l'habitat**, **crédits à la consommation** et **crédits professionnels** (entreprises individuelles) commence à être reconnue comme pertinente, mais n'existe pas partout ;
- en ce qui concerne enfin le **patrimoine résidentiel** que nous avons choisi de privilégier au sein du patrimoine non financier, les sources sont, de façon générale, beaucoup moins fiables qu'en ce qui concerne le patrimoine financier (fichiers des valeurs foncières, enquêtes auprès des ménages dont les déclarations doivent être redressées) ; en outre, la « réévaluation » de ce poste d'une année à l'autre n'est pas simple : il faut en effet disposer d'un indice de prix suffisamment représentatif ; d'autre part, en comptabilité nationale, le traitement séparé des logements, d'un côté, et des terrains sur lesquels ils sont bâtis de l'autre pose parfois problème ; certaines publications ne font pas la distinction entre les terrains bâtis et les terres ou terrains non bâtis.

Première partie Le patrimoine financier des ménages

Ici, c'est l'évolution de la composition des patrimoines financiers dans les différents pays étudiés qui était au cœur de nos préoccupations. Mais l'évolution des montants eux-mêmes des patrimoines ne nous laissent évidemment pas indifférents.

1. Les montants de patrimoines financiers : encore de gros écarts entre les trois zones géographiques

Nous comparerons ici des montants d'actifs financiers par habitant ou par ménage : de telles comparaisons sont certes intéressantes, mais elles obligent évidemment à choisir des taux de conversion dès lors que les pays n'appartiennent pas à la même zone monétaire. Or, le choix d'un taux de change (change courant ou change à la parité des pouvoirs d'achat) peut toujours être contesté (voir encadré n°2). Le rapport du patrimoine financier à une grandeur comme le revenu disponible présente, quant à lui, l'avantage de ne faire référence à aucun taux de change.

Encadré n°2

CHANGE COURANT ET CHANGE SELON LA PARITE DES POUVOIRS D'ACHAT

S'il s'agit de comparer le pouvoir d'achat des patrimoines ou l'importance relative des passifs, s'impose la référence à un taux de change tenant compte de niveaux de prix différents dans chacun des pays étudiés : c'est le taux de change calculé par l'OCDE selon la parité des pouvoirs d'achat qui a ainsi été retenu dans nos comparaisons hors zone euro. Il faut savoir que ce choix n'est pas neutre. De façon générale, le niveau absolu des prix étant plutôt plus élevé dans les pays très développés à patrimoine important, l'utilisation du change selon la parité des pouvoirs d'achat a pour conséquence de réduire, parfois sérieusement, les écarts qui peuvent apparaître entre pays, par exemple, pour les patrimoines par tête ou pour les patrimoines par ménage, par rapport à ce que l'on obtiendrait en se référant aux changes courants.

C'est ce qui est illustré pour l'année 2000 par les deux exemples suivants concernant les patrimoines par habitant :

Patrimoine financier par habitant au Royaume-Uni et en Espagne en 2000
(en euros)

	Parité de pouvoir d'achat	Change courant
UK	66,434	77,189
Spain*	28,989	28,989
Rapport UK/Spain	2,29	2,66

* L'Espagne a en Europe le patrimoine financier le plus faible dans notre « échantillon » de pays.

En passant de la parité des pouvoirs d'achat aux changes courants, le ratio Royaume-Uni/Espagne s'élève de 2,3 à 2,7, mouvement tout à fait sensible.

Patrimoine financier par habitant en 2000 dans les trois zones géographiques
(en euros)

	Parité de pouvoir d'achat	Rapport à l'Europe	Change courant	Rapport à l'Europe
USA	**103,238**	**2,09**	**124,104**	**2,41**
Japan	**65,534**	**1,33**	**107,621**	**2,09**
Europe	**49,303**	**1,00**	**51,346**	**1,00**

La ratio Etats-Unis/Europe passe de 2,1 à 2,4. Quant au ratio Japon/Europe, il passe de 1,3 à 2,1, ce qui est évidemment très impressionnant, mais s'explique pour une bonne partie par la baisse de l'euro par rapport au yen : en 1995, un euro (« écu ») valait 136 yens, il n'en vaut plus que 107 en 2000 (soir –21%). Cette volatilité du change courant explique pourquoi l'on préfère en général se référer au change calculé selon la parité des pouvoirs d'achat.

1.1 Les comparaisons entre pays européens : du simple à plus du double

Les six pays européens retenus pour l'Europe sont l'Allemagne, l'Espagne, la France[6], l'Italie, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. On peut les considérer comme largement représentatifs de l'ensemble de l'Union européenne, puisque à la fin de l'année 2000 ils correspondaient à plus de 85% des patrimoines financiers des ménages résidents.
S'agissant du secteur concerné, la référence aux secteurs 14+15 dans la définition européenne ne pose pas de problèmes pour le Japon. Mais on verra, dans l'annexe méthodologique, qu'elle en pose de sérieux en ce qui concerne les Etats-Unis dont la rubrique « non farm non corporate business » inclut non seulement des entreprises individuelles, mais aussi de nombreuses sociétés non cotées.
L'éventail des patrimoines par tête qui est obtenu est largement ouvert : le rapport est en effet de 2,6 fin 2000 entre les Pays-Bas et l'Espagne : aux Pays-Bas, comme d'ailleurs au Royaume-Uni, on verra que la part des créances des ménages sur les fonds de pension est très importante. Mais l'Italie, l'Allemagne et la France ont des montants assez proches les uns des autres.

[6] En ce qui concerne la France, nous avons été amenés à réduire substantiellement sur la période le montant donné pour le poste « actions non cotées » (F512) par les comptes officiels. Notre redressement s'est opéré sur la base des travaux réalisés à ce sujet par le Commissariat Général du Plan (CGP, *Actionnariat des ménages*, Paris, juillet 2002, exemplaire ronéoté, 80 pages, voir spécialement les pages 15 à 18.

Tableau 1: **Patrimoine financier par habitant**
(en euros, selon la parité des pouvoirs d'achats)

	1995	2000	Croissance annuelle
Netherlands	47,915	76,841	9.9%
UK	47,364	66,434	7.0%
France	30,649	47,372	9.1%
Italy	29,794	47,062	9.6%
Germany	33,072	44,331	6.0%
Spain	16,017	28,989	12.6%

Sources : compte nationaux et ONU

Comme il est normal, l'éventail est un peu moins ouvert en ce qui concerne le rapport des patrimoine au revenu disponible brut : le rapport est de 2,2 entre les Pays-Bas et l'Allemagne à la fin de 2000.
En ce qui concerne les rythmes de croissance entre 1995 et 2000 des montants par tête ou des rapports au revenu disponible, ils semblent avoir été plus modestes en Allemagne et au Royaume-Uni que dans les autres pays. En Allemagne, la part des actions comme support des placements des ménages était encore relativement faible et les ménages n'ont donc que peu profité du bon comportement des marchés boursiers jusqu'aux premiers mois de 2000 ; la faible progression au Royaume-Uni est, quant à elle, susceptible d'une explication symétrique : importance du support actions, mais faiblesse du taux d'épargne.

Tableau 2 :**Rapport du patrimoine financier au revenu disponible brut** (en %)

	1995	2000	Croissance annuelle
Netherland	442	583	5.7%
UK	389	456	3.2%
Italy	254	338	5.9%
France	229	308	6.1%
Spain	206	286	6.8%
Germany	222	262	3.4%

Source : comptes nationaux

1.2 Les comparaisons Europe/Etats-Unis/Japon : certains rapprochements apparaissent entre les trois zones géographiques

Pour l'Europe, en sommant, les patrimoines financiers dans les différents pays considérés, on parvient à un patrimoine financier européen qui peut être rapporté au revenu disponible des ménages en Europe ou calculé par ménage et par habitant[7]. Les mêmes ratios peuvent évidemment être calculés pour les Etats-Unis et le Japon.
S'agissant du rapport au revenu disponible, il est partout croissant entre 1995 et 1999. En 2000, on note un certain reflux en Europe et aux Etats-Unis du fait du retournement du marché boursier. Au Japon, ce ratio n'a pas décru en 2000, mais il s'est stabilisé.

Tableau 3 : **Rapport du patrimoine financier au revenu disponible brut**
(en %)

	1995	2000	Croissance annuelle
Japan	403	439	1.7%
US	334	405	3.9%
Europe (6)	268	338	4.7%

Source : comptes nationaux
Figures differ from these published in table 27 of OECD Economic outlook for several technical reasons

En 2000, ces rapports sont très proches aux Etats-Unis et au Japon ; le ratio est plus faible en Europe. Pourtant, sur la période, un certain rattrapage s'est opéré puisque c'est en Europe que la croissance a été la plus forte, mais elle n'a pas suffi pour parvenir au voisinage de l'égalité.

Tableau 4 : **Patrimoine financier par ménage**
(en euros à la parité des pouvoirs d'achat)

	1995	2000	Croissance annuelle
US	190,352	270,986	7.3%
Japan	175,121	180,967	0.7%
Europe (6)	83,904	119,985	7.4%

Source : comptes nationaux

[7] Cette sommation peut a priori être considérée comme satisfaisante : on obtient bien ce faisant le patrimoine financier de ménages résidant dans des pays européens. Seule la convention existant pour le « reste du monde » qui consiste à transformer en actif financier la propriété d'actifs immobiliers peut venir très marginalement, dans les relations entre pays européens, biaiser vers le haut le montant du patrimoine financier des ménages résidents.

Tableau 5 :**Patrimoine financier par habitant**
(en euros à la parité des pouvoirs d'achat)

	1995	2000	Croissance annuelle
US	72,006	103,238	7.5%
Japan	56,858	65,534	2.9%
Europe (6)	33,294	49,303	8.2%

Source : comptes nationaux

Si l'on raisonne en valeur absolue en euros avec des conversions selon la parité des pouvoir d'achats, on fait aussi apparaître pour les patrimoines par ménage comme pour les patrimoines par habitant un certain rattrapage de l'Europe par rapport aux Etats-Unis : le rapport des patrimoines par tête qui est ainsi de 2,17 au bénéfice des Etats-Unis en 1995 n'est plus que de 2,09 en 2000, mais on est ici évidemment encore plus loin de l'égalité qu'en ce qui concerne les rapports au revenu disponible. Quant au Japon, la faible croissance économique des années récentes se retrouve dans la croissance du patrimoine financier : par tête ou par habitant, le patrimoine financier des Japonais tend donc à se rapprocher de celui des Européens. Le rapport des patrimoines par tête qui était de 1,70 en faveur du Japon, en 1995, n'est plus que de 1,33 en 2000 : l'égalité semble ici au bout du chemin.

2. La composition des patrimoines financiers : des évolutions souvent parallèles, mais d'importantes spécificités demeurent

2.1 La nomenclature « idéale »

La nomenclature de placements financiers que nous avons utilisée est ambitieuse puisqu'elle est plus détaillée que celle qui figure généralement dans les documents publiés. Notre objectif était ici de préciser la **nature du risque réellement supporté par l'épargnant**. Ainsi, en ce qui concerne les fonds collectifs d'investissement, nous avons voulu préciser l'importance respective des fonds à dominante « actions » et des fonds à dominante « obligations ». De même, s'agissant de l'assurance-vie, nous avons voulu faire la distinction entre les supports de contrats en unités de compte, pour lesquels le risque financier est supporté par l'épargnant, et les supports de contrats à taux garanti pour lesquels le risque est supporté par la société d'assurance[8]. Enfin, en ce qui concerne les fonds de pension, nous avons cherché à introduire la distinction entre les fonds de pensions à cotisations définies dans lesquels les salariés supportent le risque de gestion et les fonds à prestations définies dans lesquels ce risque est supporté par l'entreprise. On verra, chemin faisant, que ces distinctions nouvelles permettent d'approfondir considérablement le diagnostic en matière d'évolution de la composition des patrimoines financiers des ménages.

[8] Nous disons bien les supports (investment vehicles) et non pas les contrats car il arrive souvent que des contrats comportent à la fois des supports en unités de comptes et des supports à taux garanti : c'est même le cas général pour les contrats dits « mulri-supports ».

Encadré n°3

Nomenclature considérée comme « idéale »

Monnaie et dépôts transférables
Dépôts à terme, dépôts d'épargne et assimilés
Fonds monétaires
Valeurs mobilières autres que les actions
Actions et autres participations
Actions cotées
Actions non cotées et autres participations
Fonds d'investissement
Fonds à dominante actions
Fonds à dominantes obligations
Fonds mixtes
Créances sur les sociétés d'assurance vie
Supports en unités de compte
Autres supports
Créances sur les sociétés d'assurance non vie
Fonds de pension
Fonds à prestations définies
Fonds à cotisations définies
Autres placements

On rappellera que les patrimoines financiers des ménages dans les comptes nationaux n'incluent pas les « droits » des ménages sur les caisses de retraite gérées en répartition (« Pay as you go »), car il ne s'agit pas, en l'occurrence, de ce que les juristes appellent des « créances certaines ». On reviendra plus loin sur cet aspect des choses.

2.2 Au sein des pays européens, des évolutions importantes, mais la convergence est encore très lointaine

Le recul de l'intermédiation bancaire est général en Europe : il est d'autant plus sensible que la part des placements bancaires était élevée en début de période. Cette évolution concerne donc surtout quatre pays sur les six qui ont été étudiés. Ce recul porte, d'autre part, moins sur les moyens de paiement que sur les dépôts à terme ou dépôts d'épargne.

Tableau 6**:Le recul de l'intermédiation bancaire**
(en % du patrimoine financier)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Spain	51.8	36.2	-15.6
Germany	41.9	33.9	-8.0
France	39.1	30.4	-8.7
Italy	40.1	24.0	-16.0
UK	24.2	22.2	-2.0
Netherlands	22.5	18.1	-4.4

Il faut aussi souligner la nette diminution de la part des titres de taux (obligations et emprunts) due pour beaucoup aux efforts pour rééquilibrer les finances publiques, mais aussi, pour partie, à la diminution des taux d'intérêt à long terme : cette évolution est évidemment très spectaculaire en Italie où ces placements occupaient encore près du tiers de l'ensemble de la fortune financière des ménages en début de période.

Tableau 7: **Le recul de la part des emprunts et obligations**
(en % du patrimoine financier)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Italy	30.7	18.7	-12.0
Germany	13.5	10.1	-3.4
France	5.5	2.7	-2.8
Netherlands	3.3	2.3	-1.1
Spain	4.2	1.9	-2.2
UK	1.6	1.3	-0.3

Source : comptes nationaux

L'augmentation de la part des actifs risqués dans le patrimoine financier des ménages est déjà très claire en examinant le seul poste des actions détenues en direct. On sait que cette rubrique n'est pas une des mieux renseignées dans les comptes nationaux en raison des incertitudes qui pèsent sur la prise en compte des actions non cotées (voir encadré ci-dessous). Néanmoins, les évolutions de ce poste sont tout de même très significatives en Espagne, en France et en Italie et même en Allemagne où les épargnants étaient traditionnellement considérés comme assez réfractaires aux placements en actions.

Tableau 8 : **La progression de la part des actions détenues en direct**
(en % du patrimoine financier)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Spain	19.0	33.7	14.7
Italy	14.5	27.6	13.1
France	15.8	24.8	9.0
UK	15.7	17.4	1.7
Netherlands	15.4	16.8	1.5
Germany	10.9	15.6	4.7

Source : comptes nationaux

Encadré n°4

Actions cotées, actions non cotées et autres participations

Il s'agit ici des rubriques AF511, AF512 et AF513 de la nomenclature européenne des actifs financiers. La détention par les ménages d'actions cotées sur des marchés réglementés est, en général, correctement chiffrée dans les comptes nationaux : les dépositaires ou gestionnaires constituent une base d'informations fiable et, par définition, la valorisation des titres à un moment donné ne pose pas de problème. On notera que leur réévaluation entre deux dates peut déjà soulever quelques questions en matière de choix de pondération des indices existants.

S'agissant des actions non cotées ou des « autres participations », le problème est tout à fait différent : le décompte des titres entre les mains des ménages soulève de sérieuses difficultés (les groupes d'entreprises non financières détiennent elles-mêmes beaucoup d'actions non cotées). Quant à la valorisation des titres, l'application aux fonds propres des entreprises non cotées du ratio « capitalisation boursière/fonds propres » des sociétés cotées semble, dans une majorité, de cas aboutir à une surévaluation des actions non cotées : pour une société, le seul fait d'être cotée semble bien entraîner un supplément d'appréciation de son titre plus grande visibilité et donc demande plus soutenue.

Des réflexions sont en cours en ce domaine dans tous les pays : elles exigeront probablement encore plusieurs années avant que l'on parvienne, dans les pays développés, à une prise en compte exhaustive et à un valorisation satisfaisante et harmonisée des titres des sociétés non cotées. En France, par exemple, des travaux récents menés à la Banque de France et au Commissariat Général du Plan semblent montrer que l'on avait jusqu'à présent considérablement surestimé le montant des actions non cotées détenues en direct par les ménages.

Mais le mouvement en faveur d'actifs plus risqués se manifeste ailleurs que dans la détention directe d'actions. L'augmentation de la part des fonds d'investissement à moyen et long terme est sensible partout, même si elle apparaît moins forte que celle de la part des actions.
L'évolution en Italie apparaît ici spécialement marquée.

Tableau 9 :**L'augmentation de la part des fonds d'investissement (hors fonds monétaires)**

(en % du patrimoine financier)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Italy	3.1	15.9	12.80
Germany	5.9	10.5	4.59
Spain	6.2	9.9	3.68
France	8.6	9.0	0.45
UK	3.8	5.8	2.06
Netherlands	3.6	5.5	1.95

Source : comptes nationaux

Le mouvement en faveur de la prise de risque se fait également jour quand on examine l'importance des fonds « actions » dans l'ensemble des fonds d'investissement : leur poids est en augmentation plus ou moins forte dans cinq pays sur six.

Tableau 10 : **Evolution de la part des différents fonds d'investissement Part des fonds « actions » dans le total des fonds d'investissement (hors fonds monétaires)**

(en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
UK	90.4	76.6	-13.73
France	32.7	72.2	39.55
Netherlands	51.7	58.4	6.67
Germany	23.8	57.4	33.58
Spain	4.5	28.4	23.94
Italy	34.0	36.4	2.40

Source: FEFSI

Les créances des ménages sur les sociétés d'assurance se sont accrues au cours de la période dans quatre pays : aux Pays-Bas et au Royaume-Uni où elles étaient déjà assez élevées en début de période, elles se sont seulement approximativement maintenues.

Tableau 11 :**Part des créances d'assurance vie dans le patrimoine des ménages**

(en % du patrimoine financier)

	1995	2000	Variation en points de percentage
UK	27.7	27.5	-0.17
France	17.9	23.3	5.36
Netherlands	15.3	15.4	0.15
Germany	11.8	13.6	1.80
Spain	4.5	6.2	1.73
Italy	3.3	6.2	2.85

Source : comptes nationaux

Aux yeux des épargnants, les contrats d'assurance-vie sont souvent associés à la sécurité. Mais cette caractéristique a changé en cours de période : la montée des contrats en unités de compte a été spectaculaire dans des pays comme l'Italie, la France et l'Espagne. Leur place était déjà fort importante depuis la fin des années 1980 au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Seule, l'Allemagne a échappé à ce déplacement du risque en direction des souscripteurs.

Tableau 12 :**Part des supports en unités de compte dans les créances des ménages sur les sociétés d'assurance vie (en %)**

	1995	2000	Variation en points de percentage
UK	42.0	42.0	0.00
Netherlands	25.7	37.2	11.53
Italy	5.0	31.1	26.15
Spain	0.0	18.8	18.81
France	6.0	21.2	15.22
Germany	1.3	2.2	0.84

Source : L'assurance-vie multisupport dans le monde under the supervision of André Babeau, Cardif/Natio-Vie, Paris, April 2002, 138 p.

S'agissant enfin des fonds de pension, en fin de période, ils sont très importants aux Pays-Bas (près des deux cinquièmes du patrimoine) et importants au Royaume-Uni (un peu moins du quart du patrimoine). Les fonds à prestations définies paraissent être encore la règle aux Pays-Bas et, au Royaume-Uni, la pénétration des fonds à cotisations définies semble encore relativement modeste, mais ce dernier point devra faire l'objet d'une confirmation. Ailleurs, la progression des fonds de pension est lente, mais on observe que les nouveaux fonds introduits - au deuxième ou troisième étage de la protection vieillesse – sont très généralement des fonds à cotisations définies où le risque est supporté par le salarié. Au total, on ne peut pas dire qu'en Europe le risque des épargnants se soit encore notablement accru dans ce domaine[9].

Tableau 13 :**Part des fonds pension dans le patrimoine financier des ménages**
(en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Netherlands	35.5	37.7	2.19
UK	22.3	22.1	-0.14
Germany	5.6	5.2	-0.43
Spain	4.5	5.3	0.77
France	1.8	1.5	-0.28
Italy	0.8	1.2	0.41

Source : comptes nationaux

Finalement, au terme de cette période de 5 ans, la composition des patrimoines des ménages paraît encore très contrastée en Europe : trois pays, l'Espagne, l'Allemagne et la France ont encore plus de 30% du patrimoine financier des ménages dans les banques et organismes assimilés ; deux autres pays, le Royaume-Uni et les Pays-Bas ont au moins la moitié de ce patrimoine formée de créances sur les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension ; quant à l'Italie, elle se caractérise en 2000 par un patrimoine qui s'est beaucoup diversifié par rapport à 1995.
S'agissant de la rubrique « actions non cotées » et « autres participations », son importance relative varie de 1 à plus de 4 entre les Pays-Bas (5,3% seulement) et l'Espagne (près de 23%) : il n'est pas impossible, on l'a vu, que de tels écarts résultent en partie de différences dans la couverture du champ et dans les modes de valorisation utilisés.

Tableau 14 **: Composition des patrimoines financiers dans six pays européens à la fin de 2000**
(en %)

	Italy	France	Germany	Netherlands	Spain	Uk
Currency and deposits	24.0%	30.4%	33.9%	18.1%	36.2%	22.2%
Money market funds	0.8%	1.4%	0.8%	0.4%	2.5%	0.0%
Securities other than shares	18.7%	2.7%	10.1%	2.3%	1.9%	1.3%
Listed shares	8.9%	5.0%	5.9%	11.5%	11.0%	8.9%
Non listed shares	18.7%	19.8%	9.7%	5.3%	22.7%	8.5%
Mutual funds	15.9%	9.0%	10.5%	5.5%	9.9%	5.8%
Life insurance	6.2%	23.3%	13.6%	15.4%	6.2%	27.5%
Pension funds	1.2%	1.5%	5.2%	37.7%	5.3%	22.1%
Others	5.5%	6.9%	10.2%	3.8%	4.3%	3.7%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Source : comptes nationaux

[9] En ce qui concerne l'Italie, les réserves constituées pour le versement des indemnités de fin de carrière ne figurent pas dans les créances sur les fonds de pension. Elles ont été placées dans la rubrique « autres placements » et s'élèvent, fin 2000, à 2,3% du patrimoine financier des ménages italiens.

2.3 Europe/Etats-Unis/Japon : le patrimoine des Japonais se distingue nettement de celui des Européens et des Américains

Du point de vue de sa composition, le patrimoine des Japonais, se distingue nettement de celui des Européens et des Américains : d'une part, sa composition est restée beaucoup plus stable qu'ailleurs entre 1995 et 2000 ; d'autre part, cette composition demeure encore très marquée par l'intermédiation bancaire. Ces spécificités ne sont évidemment pas sans liens avec la situation économique très particulière de ce pays.

2.3.1 L'évolution entre 1995 et 2000 est très variable d'un espace géographique à l'autre

On a vu qu'en Europe des évolutions importantes étaient intervenues entre 1995 et 2000 : fort recul de l'intermédiation bancaire, progression de la part des actions et des fonds d'investissement. Dans la plupart des pays européens, les opérations de privatisation qui se sont poursuivies au cours de la seconde moitié de la décennie 1990, relayées par un réseau de distribution efficace, se sont traduites par des souscriptions importantes de la part des ménages. Mais, dans plusieurs pays, des reventes considérables ont eu lieu et finalement on a assez souvent vu apparaître des ventes nettes d'actions, compensées il est vrai par des achats nets importants de parts de fonds d'investissement. Ce « scénario » a été particulièrement visible dans un pays comme le Royaume-Uni.

Tableau 15 Evolution de la composition des patrimoines financiers des

EUROPE (6)	1995	2000	Variation en points de percentage
Currency and deposits	10.9	10.1	-0.74
Time deposits, saving deposits and others	24.7	17.3	-7.36
Money market funds	1.4	0.8	-0.64
Securities other than shares	10.5	6.8	-3.67
Listed shares	5.5	7.9	2.41
Unlisted shares and other equity	9.0	13.4	4.43
Mutual funds	5.2	9.5	4.37
Life insurance	15.5	17.2	1.67
Pension funds	10.7	10.7	0.02
Others	6.7	6.2	-0.50
Total	100	100	0.00

Européens (en %)

Source : comptes nationaux

Du côté des Etats-Unis, les changements de composition sont bien moindres, mais ils existent cependant : recul de la part des moyens de paiement, recul également des obligations malgré l'intérêt manifesté par les Américains pour les obligations « corporate », progression sensible des Mutual Funds. Cette dernière évolution fait référence au « scénario » évoqué ci-dessus pour l'Europe et qui s'est encore beaucoup plus largement développé aux Etats-Unis : les ventes nettes d'actions détenues en direct ont été permanentes au cours de la période 1995-2000 et les achats nets de parts de Mutual Funds, très considérables. Le maintien à un niveau élevé de la part du portefeuille d'actions détenues en direct est donc intégralement dû à la bonne tenue de Wall Street au cours de la période étudiée.

Tableau 16 **: Evolution de la composition des patrimoines des ménages aux Etats-Unis (en %)**

USA	1995	2000	Variation en points de percentage
Currency and other deposits	14.1	11.1	-3.02
Money market funds	2.2	3.1	0.93
Securities other than shares	9.4	6.4	-2.96
Shares and other equity	32.0	33.1	1.07
Mutual funds	9.6	12.9	3.33
Life insurance	7.1	7.1	0.03
Pension funds	23.4	23.8	0.40
Others	2.3	2.5	0.22
Total	100	100	0.00

Source: Flow of funds accounts of United States

Les changements intervenus apparaissent d'ailleurs plus significatifs si l'on descend dans le détail des différentes catégories de produits de placements. Ainsi, au sein des Mutual funds, au cours de la période, on assiste à une très forte croissance de la part des fonds « actions » dans le total des fonds d'investissement, alors que la part des fonds obligataires est divisée par deux.

Tableau 17 :**Evolution de la composition des Mutuals Funds des ménages aux Etats-Unis**

(en % du total des Mutual Funds)

	1995	2000	Variation en points de
Equity	60.7	77.4	+16.7
Bond	29.1	15.8	-13.3
Hybrid	10.2	6.8	-3.4

Source : ICI

De même, au sein des fonds de pension, notamment en raison du développement des « plans 401k », on assiste à une certaine progression de la part des fonds à cotisations définies (defined contribution). Si les « defined contribution schemes » ne progressent pas davantage, c'est, semble-t-il, parce que tous les fonds de pensions des fonctionnaires fédéraux et locaux correspondent à des « defined benefit schemes ».

Tableau 18 :**Evolution de la composition des créances des ménages aux Etats-Unis sur les fonds de pension selon le type de fond** (en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Defined Benefit Plans	69	67	-2.36
Defined Contribution Plans	31	33	2.36
Pension funds	100	100	

Source: Flow of funds accounts of United States

Le diagnostic est tout différent en ce qui concerne le Japon. Certes, on assiste bien comme dans les autres espaces géographiques à un fort recul de la part des emprunts et obligations. Mais les autres évolutions sont autres que celles que nous avons observées ailleurs : la part des moyens de paiement est en forte augmentation ; cette recherche de liquidité reflète évidemment un manque de confiance à l'égard de la plupart des autres placements. Quant à la part des actions qui ailleurs progresse ou se maintient au cours de la période, elle est ici en régression, à la suite de la mauvaise tenue de l'indice Nikkei au cours de la seconde moitié des années 1990.

Tableau 19 :**Evolution de la composition du patrimoine financier des ménages japonais (en %)**

JAPAN	1995	2000	Variation en points de percentage
Currency and deposits	8.20	11.44	3.24
Time deposits, saving deposits and others	41.20	41.43	0.23
Money market funds	0.30	0.23	-0.08
Securities other than shares	7.88	4.49	-3.38
Listed shares	6.22	4.97	-1.25
Unlisted shares and other equity	4.83	3.29	-1.54
Mutual funds	2.12	2.37	0.24
Life insurance	16.72	17.67	0.95
Pension funds	7.54	9.71	2.17
Others	4.99	4.41	-0.58
Total	100	100	

Source: Flow of funds accounts of Japan

De même et de façon cohérente, on n'assiste pas, au sein des Mutual Funds, à une augmentation de la part des Equity Funds au détriment des Bond Funds. Ce sont les fonds obligataires qui ont accru leur part.

De même encore et toujours de façon cohérente, on ne voit pas l'assurance-vie Unit-Linked se développer : même si elle était offerte, elle ne rencontrerait que peu de succès auprès des épargnants compte tenu de l'environnement économique actuel. De même enfin, les fonds de pension restent-ils exclusivement à prestations définies (Defined Benefit). Il faudrait un autre environnement boursier pour que puissent se développer des fonds à cotisations définies (Defined Contribution).

Tableau 20 **: Proportion des différents types de fonds dans le total du portefeuille de fonds d'investissement à long terme (hors fond monétaires)** (en %)

Japan	1995	2000
Equity Funds	38.0	37.7
Bond Funds	37.5	40.1
Hybrid Funds	24.5	22.3
Total	100.0	100.0

Source: Thoushin

2.3.2 En fin de période, la composition des patrimoines des Européens et des Américains s'oppose nettement à celle des patrimoines des Japonais

En 2000, près de 55% du patrimoine financier des Japonais relève encore de l'intermédiation bancaire ou assimilée. Cette part, qui s'est d'ailleurs renforcée depuis 1995, révèle un patrimoine très traditionnel, jadis encore marqué par certaines spécificités fiscales japonaises. Jusqu'à 1988, en effet les revenus des dépôts dans les caisses d'épargne de la Poste (24 000 bureaux) sont restés exonérés d'impôt[10]. La suppression de cette exonération en 1988 a entraîné un transfert d'épargne de la Poste vers la Bourse, contribuant à l'envolée du Tokyo Stock Exchange. Les crises financières et bancaires, notamment au cours de la deuxième moitié des années 1990, ont ramené l'épargne des Japonais vers la Poste : actuellement les dépôts postaux des ménages représentent à eux seuls environ un cinquième de leur patrimoine financier. On sait que la privatisation des services financiers de la Poste (« Yûcho »), ainsi que celle de sa branche assurance (« Kampo ») sont en principe au programme de Monsieur Koizumi, premier ministre depuis 2001[11].

Tableau 21 : **La composition du patrimoine financier des ménages à la fin de l'année 2000 Japon/Europe/Etats-Unis (en%)**

	Japan	Europe (6)	US
Currency and deposits	11.4	10.1	1.1
Time deposits, saving deposits and others	41.4	17.3	9.9
Money market funds	0.2	0.8	3.1
Securities other than shares	4.5	6.8	6.4
Shares and other equity	8.3	21.3	33.1
Mutual funds	2.4	9.5	12.9
Life insurance	17.7	17.2	7.1
Pension funds	9.7	10.7	23.8
Others	4.4	6.2	2.5
Total	100.0	100.0	100.0

Sources : voir tableaux précédents

La composition des patrimoines financiers des ménages européens est déjà très différente de celle des Japonais : bien moindre intermédiation bancaire, part des actions nettement plus importante. Quant aux patrimoines financiers des Américains, ils apparaissent, à plusieurs égards, comme diamétralement opposés aux patrimoines des Japonais, avec leur très faible intermédiation bancaire, l'importance des actions détenues en direct et l'importance des actions comme support final des fonds d'investissement ou des fonds de pension à cotisation définie.

Tout de même, une caractéristique importante rapproche la composition du patrimoine des ménages dans les trois espaces géographiques ; si l'on prend globalement en considération les rubriques fond de pension et assurance-vie (la frontière entre les deux est, on le sait, parfois assez conventionnelle), on obtient des parts assez proches ; plus de 27% au Japon, 28% en Europe et 31% aux Etats-Unis. Tout semble se passer comme si, malgré les différences de

[10] Il s'agit des comptes d'épargne postaux ou « maruyu ». Au début des années quatre-vingt, la Poste Japonaise était ainsi devenue la première institution financière mondiale !

[11] *Japon, éternelle renaissance ?*, par Denise Flouzat, Paris, Presses Universitaires de France, janvier 2002, 465 pages.

structures démographiques, la préparation financière de la période de retraite requérait d'y consacrer, dans les trois espaces géographiques, des proportions voisines du patrimoine financier. Cependant, on a vu que le « support final » de cette épargne-retraite variait beaucoup d'un pays à l'autre. Surtout, il conviendrait de compléter cette observation par une estimation des « créances morales » des ménages sur les systèmes obligatoires de protection vieillesse gérés en répartion.

Il nous faut en effet, à cette occasion, rappeler que, dans les comptes financiers, les « créances » des ménages consacrées à la retraite n'incluent en rien les droits acquis dans les régimes gérés en répartition (« pay as you go »). Il est bien vrai qu'il ne s'agit pas de « créances certaines » au sens juridique du terme ; mais aussi imprécis qu'ils soient, ces droits accumulés au cours du cycle de vie n'en exercent pas moins une importante influence sur les comportements financiers des ménages. Il est dès lors intéressant de chercher à rapprocher l'ordre de grandeur de ces droits du montant du patrimoine financier des ménages.

En 1996, l'OCDE a publié une étude faisant apparaître, en particulier, la valeur actuelle des déficits des régimes obligatoires de protection vieillesse gérés en répartition (« pays as you go » system) dans 20 pays de l'OCDE[12].

Il est intéressant de s'inspirer de cette étude pour estimer, ne fût-ce que grossièrement, l'ordre de grandeur de la valeur actualisée des prestations des régimes obligatoires gérés en répartition sur lesquels les actifs et les retraités des différents pays concernés étaient en droit de pouvoir compter à la fin de 1995, en raison des caractéristiques des systèmes de protection vieillesse en vigueur. L'exercice n'est pas facile car il ne faut prendre en considération que les droits futurs des individus faisant partie à cette date, soit de la population active, soit de la population des retraités[13].

Tableau 22 : **Rapport de la valeur actuelle des prestations vieillesse gérées en répartition et attendues dans les différents pays par les actifs et les retraités à la fin de l'année 1995**[14]

(en % des actifs financiers des ménages)

	1995
Europe	133
Japan	73
US	45

Source: Oecd Working Papers, volume IV, n. 84, 1996

Il convient de souligner que le rapport, tel qu'il est calculé, creuse ici doublement les écarts : le fait pour les Etats-Unis, par exemple, d'accorder une grande importance à la capitalisation a évidemment pour conséquences d'augmenter les créances des ménages sur les fonds de pension et donc d'accroître le montant de leurs actifs financiers. Parallèlement, il réduit la dette « morale » de la Social Security à l'égard des salariés : le ratio est donc doublement tiré vers le bas.

---

[12] *Ageing Populations, Pensions Systems and Government Budgets: Simulations for 20 OECD Countries*, OECD Working Papers, Volume IV, n°84, Paris, 1996, 70 pages

[13] Il convient de mentionner que l'évaluation retenue ici pour ces « droits » est restrictive : l'OCDE calcule en effet le déficit qui apparaît entre la valeurs actualisée des cotisations et la valeur actualisée des droits telle qu'elle résulterait des caractéristiques de la réglementation des différents régimes ; prudemment, dans l'attente de réformes encore à venir pour combler ces déficits, nous avons chiffré les « droits » des ménages en retenant la valeur actualisée des cotisations prévues à la date de l'étude.

[14] Cette valeur actuelle est obtenue avec un taux d'actualisation de 5% et un progrès moyen de la productivité de 1,5% par an. Elle tient compte de toutes les réformes en cours dans les différents pays à la fin de l'année 1994.

Il n'empêche que l'écart est particulièrement impressionnant entre les Etats-Unis et l'Europe : il est pratiquement de 1 à 3. En Europe même, les écarts qui apparaissent sont plus importants encore, puisqu'ils sont de l'ordre de 1 à 5 ou à 6, entre des pays comme les Pays-Bas où la capitalisation est déjà très développée et l'Italie et l'Espagne où la répartition joue encore un rôle primordial. Si l'on multipliait les patrimoines financiers par habitant par les coefficients du tableau 22, on aboutirait pour l'année 1995 à un resserrement très net des écarts mis en évidence au tableau 5[15]. Mais on est évidemment là tout à fait au-dehors de la comptabilité patrimoniale traditionnelle.

La valeur des coefficients du tableau 22 constitue cependant une bonne mesure de l'effort à faire s'il fallait, d'ici le milieu du siècle, comme l'indiquait un récent rapport établi pour le compte de la Commission de Bruxelles, que tous les pays de l'Union européenne capitalise les trois « piliers » de la protection vieillesse.

*

* *

Nous pensons que les simplifications faites dans ce qui précède n'ont pas déformé la réalité des évolutions ; naturellement, nous espérons que des évaluations plus précises et plus détaillées que les nôtres seront bientôt disponibles.

Quant à la nature des résultats obtenus, on constate une fois de plus à quel point la **composition des patrimoines financiers des ménages est dépendante des évolutions en cours dans les économies concernées**.

Dans le Japon stationnaire des années 1990, le temps s'est arrêté ou est même revenu en arrière en ce qui concerne la composition du patrimoine des ménages. Nul doute qu'une fois la croissance retrouvée et les indispensables réformes faites la composition du patrimoine des Japonais soit susceptible d'évoluer assez vite dans le sens de la désintermédiation bancaire.

En Europe et aux Etats-Unis, le problème est différent, la croissance de l'économie et la bonne tenue des marchés « actions » ont porté les ménages vers une plus grande prise de risque dans leurs placements, au moins jusqu'au milieu de l'année 2000. On sait que l'année 2001 s'est au contraire caractérisée par une forte recherche de sécurité. La reprise de la croissance et un éventuel rebond des marchés boursiers vont-ils nous faire rejoindre, en matière de placements au cours des années à venir, les tendances caractéristiques de la décennie 1990 ? Ou bien pénétrons-nous dans une nouvelle période caractérisée par des attitudes incertaines des ménages et, plus généralement, des investisseurs à l'égard de risques multi-forme ? Dans ce dernier cas, nous ne retrouverions pas les tendances de la décennie 1990 et la recherche de garanties sous des formes diverses pourrait bien rester, au moins en Europe, une préoccupation permanente des épargnants pendant plusieurs années.

[15] Les montants de patrimoines financiers par tête obtenus pour les Etats-Unis, le Japon et l'Europe sont alors respectivement (en 1000 euros) de 104,4, 98,3 et 77,5, soit un resserrement très important des écarts qui ressortent du tableau 5 : de 2,09 entre les extrêmes à 1,35.

Deuxième partie Le passif financier des ménages et sa composition

Les comptes financiers fournissent en général un montant total des crédits accordés par les institutions financières aux ménages. Au sein de ce montant total, il est évidemment important d'observer comment ont évolué les différents types de crédit.
S'agissant de l'échantillon des six pays européens retenus, on remarquera que, comme pour les actifs financiers, il est très représentatif de l'Europe des Quinze pour le passif financier puisqu'en 1999 il correspondait à 86,2% du passif financier de 13 pays (hors Irlande, Grèce et Luxembourg), soit certainement plus des quatre cinquièmes du passif total des Quinze.

1. Evolution du montant du passif financier

De façon générale, le passif financier des ménages a évidemment crû au cours de la période, mais cette croissance, d'une part, varie d'un pays à l'autre en Europe et d'une zone géographique à l'autre. Elle apparaît, d'autre part, davantage comme une croissance en valeur absolue que par rapport à des grandeurs comme le revenu disponible ou, plus encore, le montant du patrimoine financier brut.

1.1 Des niveaux d'endettement encore très variables en Europe

En montant par ménage, l'endettement en Europe s'est développé de façon très différente d'un pays à l'autre entre 1995 et 2000. La croissance est très forte (entre 12 et 13% en moyenne annuelle) dans trois pays sur six : l'Italie, l'Espagne et les Pays-Bas. De ces trois pays, c'est nettement l'Italie qui partait du niveau le plus bas en 1995. Dans les trois autres pays, le passif par ménage fait ressortir une progression beaucoup plus modérée, comprise entre 3,8 et 5% par an.

En fin de période, les écarts sont encore considérables puisque le passif par ménages aux Pays-Bas est, en valeur absolue encore 3,3 fois plus élevé qu'en Italie. La relative faiblesse de l'endettement au Royaume-Uni peut surprendre, mais nous rappelons que les conversions en euros ont été faite selon la parité des pouvoirs d'achat, ce qui a sans doute comme conséquence de « gommer » certains écarts (voir encadré n°2).

Tableau 23 **: Les montants d'endettement par ménage dans six pays européens** (en euros)

	1995	2000	annual increase
Italy	9,202	16,526	12.4%
France	16,709	20,115	3.8%
Spain	11,541	22,245	14.0%
Germany	30,479	38,412	4.7%
UK	31,066	39,565	5.0%
Netherlands	29,516	54,151	12.9%

Source : comptes nationaux

Selon le revenu disponible, le classement est peu différent du précédent, les Pays-Bas viennent toujours largement en tête : la progression du ratio du passif au revenu disponible y a été impressionnante entre 1995 et 2000. Par rapport à l'Italie, le rapport est de près de 4 à 1.

C'est que, compte tenu du revenu disponible des ménages italiens, leur passif reste vraiment tout à fait modéré[16].

Tableau 24 **: Le ratio du passif des ménages à leur revenu disponible brut** (en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Italy	28	45	17
France	50	54	4
Spain	46	72	28
Germany	91	104	13
UK	107	116	10
Netherlands	114	177	63

Source : comptes nationaux

La ratio du passif au montant des actifs financiers conduit à des conclusions assez différentes des précédentes :

- certes, l'écart reste encore de 3 à 1 entre le pays le plus endetté à cet égard (l'Allemagne) et le pays le moins endetté (l'Italie), mais,
- d'une part, le classement des pays en 2000 connaît des changements importants : si l'Italie reste en dernière position, son écart avec la France se resserre ; en tête de peloton, les Pays-Bas cèdent la place à l'Allemagne dont le montant du patrimoine financier par tête reste, on l'a vu, assez modeste ;
- d'autre part, les évolutions entre 1995 et 2000 paraissent équilibrées : pour trois pays, on a certes affaire à une augmentation, mais relativement modérée, et pour les trois autres pays c'est une diminution que l'on observe.

Tableau 25 : **Le ratio du passif des ménages à leur patrimoine financier** (en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Italy	11	13	2
France	22	18	-4
UK	27	26	-2
Netherlands	26	30	5
Spain	30	31	1
Germany	41	40	-2

Source : comptes nationaux

[16] Il est probable au surplus que la prise en compte pour les ménages italiens de certains éléments de passif non financier (dettes fiscales ou sociales, crédits commerciaux) aboutit sans doute à majorer quelque peu ce passif par rapport à celui qui est pris en compte pour les ménages des autres pays.

1.2 De fortes évolutions dans les positions relatives des trois zones

1.2.1 Selon la zone géographique considérée, des évolutions variables du passif par ménage ou du passif par habitant

Les conversions, on l'a dit, ont été faites selon la parité des pouvoirs d'achat. Partout, la croissance du passif par habitant est un peu plus rapide que la croissance du passif par ménage : c'est que compte tenu du vieillissement, la population des ménages continue de croître un peu plus vite que celle des individus (la taille moyenne des ménages diminue). Pour les Etats-Unis où le vieillissement est à peine perceptible, on observera que l'écart entre les deux rythmes de croissance est spécialement faible.

Tableau 26 : **Evolution du passif par ménage (en euros)**

	1995	2000	Annual Increase
Europe (6)	22,563	30,706	6.4%
Japan	43,264	41,186	-1.0%
US	45,668	60,067	5.6%

De toute façon, qu'il s'agisse du passif par tête ou du passif par ménage, le contraste est très fort entre le Japon d'une part où le passif ne progresse guère (le montant par ménage est même en diminution) et les deux autres zones géographiques dans lesquels il se développe à un rythme soutenu et, de façon un peu contre intuitive, un peu plus rapidement en Europe qu'aux Etats-Unis. Au Japon, c'est à une économie stationnaire que l'on a affaire et, dans une telle économie, avec en outre une certaine perte de confiance, il n'est pas surprenant d'observer un certain reflux du passif.
Cela dit, en ce qui concerne la hiérarchie des trois zones selon les niveaux atteints, elle se maintient au cours de la période : par ménage, le passif des Américains est encore en 2000 pratiquement le double de ce qu'il est pour les Européens ; l'écart des Américains avec les Japonais s'est, quant à lui, creusé. En revanche, Européens et Japonais se sont rapprochés : en 1995, le passif par ménage au Japon était près de deux fois supérieur à celui des Européens ; fin 2000, la supériorité n'est plus que de 33%.

Tableau 27 **: Evolution du passif par habitant** (en euros)

	1995	2000	Annual Increase
Europe (6)	8,953	12,617	7.1%
Japan	14,047	14,915	1.2%
US	17,275	22,884	5.8%

1.2.2 En proportion du revenu disponible, le rapprochement entre les trois zones est très net

Du point de vue du rapport au revenu disponible (brut, mais non « ajusté » au sens du SEC 1995), les situations étaient assez dispersées fin 1995, puisque l'écart entre l'Europe – la zone la moins endettée – et le Japon – passif le plus élevé - est de plus de 26 points de

pourcentage ; fin 2000, l'écart est inférieur à 12 points. Les raisons de ce resserrement sont faciles à comprendre. L'endettement des ménages japonais, qui a atteint 101% de leur revenu disponible en 1997, se retrouve en 2000 pratiquement au niveau de 1995. En revanche, l'endettement par rapport au revenu disponible dans les deux autres zones géographiques a fortement augmenté, surtout en Europe. Comme celle-ci était la lanterne rouge en 1995, on voit bien comment l'éventail s'est refermé ; à l'arrivée, Europe et Etats-Unis sont très proches, mais le ratio n'a pas augmenté au Japon bien que la croissance du revenu disponible y ait été très faible.

Tableau 28 : **Rapport du passif financier des ménages à leur revenu disponible brut** (en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Europe	72.1	86.5	14.40
US	80.2	89.8	9.59
Japan	99.6	99.9	0.33

1.2.3 En proportion des actifs financiers, des niveaux d'endettement finalement très proches sur toute la période

Dans les trois zones géographiques, on assiste à un tassement compris entre un et deux points de pourcentage du rapport du passif au patrimoine financier. Au Japon, c'est parce que le passif a crû encore plus lentement que le patrimoine financier dont on sait cependant que la progression a été très modeste. Dans les deux autres zones, on l'a vu, la croissance du passif a été vigoureuse, mais, grâce à l'évolution très favorable des marchés boursiers, l'augmentation des patrimoines financiers a été plus forte encore. Il n'en reste pas moins qu'en 2000 comme en 1995, les Européens apparaissent comme plus endettés que les Américains, ce que l'on ne dit pas souvent.

Tableau 29 : **Rapport du passif financier au montant du patrimoine financier** (en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
US	24.0	22.2	-1.83
Japan	24.7	22.8	-1.95
Europe	26.9	25.6	-1.30

On observe ainsi, pour l'Europe et les Etats-Unis, ce phénomène sans doute pas si rare d'un endettement qui augmente par rapport au revenu et qui diminue par rapport à la fortune financière. A vrai dire, compte tenu de la place de l'endettement au titre de l'immobilier dans l'endettement total, il serait plus pertinent de calculer le ratio du passif au patrimoine total, plutôt qu'au seul patrimoine financier (voir troisième section de ce rapport).

2. Evolution de la composition du passif financier

Avant de comparer la structure du passif des trois zones géographiques que nous privilégions, nous souhaiterions à cet égard présenter quelques observations concernant les pays européens sur lesquels nous avons pu rassembler les informations nécessaires.

Encadré n°5

COMPOSITION DU PASSIF DES MENAGES

Du point de vue comportemental, l'affectation des crédits souscrits par les ménages présente un grand intérêt[17]. Les différentes affectations sont d'ailleurs souvent liées à des durées moyennes elles-mêmes différentes : longue en ce qui concerne les crédits à l'habitat (au moins en ce qui concerne les crédits liés à une acquisition car les crédits souscrits à l'occasion de travaux sont évidemment de plus courte durée), plutôt courte pour les crédits servant à financer la consommation (encore que les crédits liés à l'achat de biens durables tels que l'automobile ont souvent une durée qui peut se compter en années), intermédiaire entre les deux précédentes pour les crédits aux entreprises individuelles (au moins pour les crédits à l'investissement, car les crédits de trésorerie sont évidemment beaucoup plus courts).
La connaissance de chacun de ces types de crédit pose des problèmes spécifiques. Le crédit à l'habitat ne correspond plus au crédit hypothécaire stricto sensu, puisque les garanties données prennent souvent d'autres formes que l'hypothèque réelle. La multiplicité des crédits à la consommation rend souvent difficile leur comptabilisation (faut-il, par exemple, comptabiliser les comptes courants débiteurs ?). Enfin, s'agissant des crédits aux entreprises individuelles, la difficulté provient souvent du fait que la distinction est parfois incertaine entre les crédits ouverts aux sociétés et ceux qui concernent les seules entreprises individuelles.
Malgré ces difficultés, les banques centrales de nombreux pays s'efforcent depuis peu de livrer une information régulière sur ce type de décomposition du passif.

---

[17] Pour un plaidoyer dans le même sens, on lira « Household Financial Wealth : Trends, Structures and Valuation Methods », op. cit., page 25.

2.1 Encore de sérieuses différences dans la composition du passif des ménages en Europe

Les comptes nationaux fournissent le passif des différents secteurs en distinguant seulement les emprunts à plus d'un an et les emprunts à au plus un an. Du point de vue des ménages, cette nomenclature n'est pas très parlante : mieux vaut rechercher une présentation qui mette en évidence la destination des crédits : crédit destiné à l'immobilier, crédits divers à la consommation et crédits professionnels puis qu'aussi bien dans le SEC1995 les entrepreneurs individuels forment un des sous-secteurs du secteur 14.

Une telle décomposition du passif des ménages ne peut pas être réalisée dans tous les pays européens. Les informations qui nous sont parvenues ne permettent en effet de la fournir que pour cinq pays de notre « échantillon » : l'Espagne, l'Italie, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas.

Dans quatre pays sur cinq, la part du passif « habitat » augmente ; cela est surtout le cas en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas et va naturellement de pair avec d'importantes acquisitions de logements neufs ou anciens et avec l'éventuelle réalisation de travaux d'amélioration et d'entretien.

Dans les cinq pays étudiés, la part des crédits professionnels est en reflux ; en laissant de côté l'Italie, le poids relatif du crédit professionnel en 2000 varie seulement de 12 à 21% dans les quatre autres pays. S'agissant de l'Italie, il est effectivement probable que le crédit aux entreprises individuelles y est important, mais la proportion figurant au tableau 30 est très certainement surestimée car il n'a, semble-t-il, pas été possible d'exclure certains types de passifs non financiers (dettes commerciales des entreprises individuelles à l'égard d'autres secteurs, dettes fiscales ou sociales des ménages…etc.). Si l'on avait pu harmoniser les données sur ce point, il est très vraisemblable que la composition du passif des ménages italiens se serait un peu rapprochée de la moyenne.

En ce qui a trait au crédit à la consommation, il est en forte augmentation en France où les organismes spécialisés se sont beaucoup développés en dehors du crédit automobile (Cetelem, Cofinoga, Cofidis, Sofinco, Finaref) et sont maintenant concurrencés dans ce domaine par les banques généralistes. Son développement relatif paraît en revanche encore modeste en Italie et même aux Pays-Bas (mais dans ce dernier pays, le montant total du passif des ménages est, on le sait, beaucoup plus important).

Tableau 30 : **Evolution de la composition du passif des ménages dans quatre pays européens** (en % du total)

	Italy		France	Germany	Netherlands	Spain
Crédit hypothécaire						
2000	41		61	63	79	64
1995	34	(1998)	62	61	74	55
Crédit à la consommation						
2000	8		20	15	6	24
1995	7	(1998)	16	17	7	31
Crédit professionnels						
2000	51		19	21	16	12
1995	58	(1998)	22	22	20	14
Ensemble						
2000	100		100	100	100	100
1995	100		100	100	100	100

Source : comptes nationaux

2.2 Des structures de passif assez contrastées d'une zone géographique à l'autre

Il faut naturellement considérer avec prudence les structures de passif obtenues, non seulement en Europe, on vient de le voir, mais aussi aux Etats-Unis où la prise en considération du sous-secteur des entreprises individuelles demeure quelque peu problématique. Si les résultats que nous présentons étaient confirmés, nous aurions, sur la voie de l'évolution socio-économique de long terme, trois « moments » caractéristiques des différents niveaux atteints. Le Japon fait encore une large part au sous-secteur des entreprises individuelles, mais cette part est cependant en train de refluer assez vite malgré le caractère stationnaire de l'économie. La part des crédits les crédits à l'habitat y est en cours de croissance, cependant que celle du crédit à la consommation y est stable.

En Europe, on aurait déjà une structure de passif plus évoluée avec un niveau nettement moins important de crédits professionnels, une progression des crédits hypothécaires et des crédits à la consommation dont la part est encore modeste, mais pourrait augmenter au cours des prochaines années, cependant que la part des crédits professionnels reculerait.

Enfin, les Etats-Unis présenterait le cas d'un pays parvenu à maturité en matière du développement du crédit et de l'évolution socio-économique : un montant d'endettement élevé consacré pour près de 70% au crédit à l'habitat (l'activité sur les marchés de l'immobilier neuf et ancien est une composante majeure de la croissance économique américaine), pour un peu moins du quart au crédit à la consommation sous des formes très diversifiées (importance du crédit par cartes), pour le reste enfin au crédit professionnel réduit à une part modeste en raison du développement des formes sociétaires d'entreprise et du statut de salarié. Cette interprétation demande naturellement à être étayée de recherches complémentaires.

Tableau 31 **: L'évolution de la composition du passif financier des ménages dans les trois zones géographiques**

	Japan	Europe(5 pays)	United States
Crédit hypothécaire			
2000	55	62	69
1995	46	59(est)	69
Crédit à la consommation			
2000	13	15	23
1995	13	15(est)	23
Crédit professionnels			
2000	32	23	8
1995	41	26(est)	8
Ensemble			
2000	100	100	100
1995	100	100	100

Troisième partie Le patrimoine résidentiel des ménages

Dans cette dernière partie, nous avons décidé d'aborder un élément du patrimoine non financier des ménages, mais en fait l'élément le plus important : le patrimoine résidentiel dont ils sont propriétaires. Dans tous les pays développés, les ménages sont propriétaires de la très grande majorité du patrimoine résidentiel : les investisseurs institutionnels (assurance-vie, fonds de pension), les propriétaires sociaux et les entreprises ne détiennent en effet qu'une fraction relativement réduite de ce patrimoine et, dans plusieurs pays, cette fraction est décroissante[18].

Ce patrimoine résidentiel détenu par les ménages a des affectations diverses : il est majoritairement occupé, à titre de résidence principale, par ses propriétaires, mais il peut aussi être loué à d'autres ménages ou utilisé comme résidence secondaire ; une partie variable de ce patrimoine est d'ailleurs constamment entre deux affectations, donc statistiquement inutilisée.

Dans les comptes nationaux, ce patrimoine résidentiel est composé d'une part des logements proprement dits (actifs fixes corporels « produits ») et des terrains sur lesquels sont construits ces logements (actifs fixes corporels« non produits »). En ce qui concerne l'Europe, nous avons pu nous procurer cette information pour quatre pays : l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. Cette information était, d'autre part, disponible pour les Etats-Unis et, moyennant certaines hypothèses, pour le Japon.

Les conversions en euros sont toujours effectuées selon la parité des pouvoirs d'achat.

1. Le patrimoine résidentiel des ménages dans quatre pays européens

1.1 Des patrimoines par tête assez proches, un patrimoine par ménage important en Italie

C'est l'Allemagne qui a le patrimoine résidentiel par habitant le plus élevé sur toute la période (bien que les ménages allemands soient nettement moins souvent propriétaires de leur logement principal que les ménages des autres pays, ils ont en contrepartie beaucoup de logements donnés à bail), mais c'est aussi le pays où la croissance a été la plus lente : les dernières années ont en effet été marquées par un certain reflux des prix, après l'éclatement de la bulle immobilière du début des années 1990, liée à la réunification.

En 1995, le patrimoine résidentiel par tête était en Allemagne de plus de 55% supérieur à ce qu'il était en France. Mais, en cours de période, cet écart s'est beaucoup réduit car les prix de l'immobilier ont beaucoup augmenté au Royaume-Uni. Fin 2000, la supériorité de l'Allemagne par rapport à la France est de moins de 12% : on ne peut qu'être frappé par le resserrement de l'éventail qui est intervenu et la situation qui en découle en fin de période.

[18] Cette assertion n'est cependant pas vraie dans un pays comme la Suisse où les fonds de pension et, dans une moindre mesure, les compagnies d'assurance détiennent une fraction importante et assez stable du patrimoine résidentiel de la Confédération.

Tableau 32 : **Patrimoine résidentiel par tête** (en euros)

	1995	2000	annual increase
Allemagne	42,195	47,020	2.2%
Italie	36,992	45,837	4.4%
Royaume-Uni	26,581	42,623	9.9%
France	31,692	41,635	5.6%

Source : comptes nationaux

En matière de patrimoine par ménage, l'Italie prend le large en raison de la taille moyenne élevée des ménages : 2,7 personnes contre 2,4 en France, 2,3 au Royaume-Uni et 2,2 en Allemagne, pays dont la population est la plus âgée des quatre.

Tableau 33 **: Patrimoine résidentiel par ménage** (en euros)

	1995	2000	annual increase
Italie	104,055	122,071	3.2%
Allemagne	94,488	103,083	1.8%
France	79,146	100,202	4.8%
Royaume-Uni	63,594	99,282	9.3%

Source : comptes nationaux

1.2 Des écarts plus importants dès qu'on se réfère à des rapports dont le dénominateur varie nettement d'un pays à l'autre

L'impression d'une certaine homogénéisation des patrimoines résidentiels en Europe qui prévaut quand on examine les montants en valeur absolue se dissipe quelque peu quand on examine le rapport de ces patrimoines au revenu disponible ou au montant des actifs financiers.

Tableau 34 : **Rapport du patrimoine résidentiel au revenu disponible brut** (en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Italie	315	329	13
Royaume-Uni	218	292	74
Allemagne	283	278	-5
France	237	271	34

Source : comptes nationaux

Par rapport au revenu disponible, la convergence a lieu car les croissances jouent bien ce sens; la supériorité du plus élevé sur le moins élevé est de près de 45% en 1995 et de seulement 21% en 2000. La supériorité de l'Italie vient surtout en fait d'un revenu disponible qui est relativement plus faible que dans les trois autres pays.

S'agissant du rapport au montant total des actifs financiers, les écarts s'élargissent car les montants d'actifs financiers sont, on l'a vu, assez différents d'un pays à l'autre.

Tableau 35 : **Rapport du patrimoine résidentiel au montant total des actifs financiers bruts (en %)**

	1995	2000	Variation en points de percentage
Allemagne	128	106	-22
Italie	124	97	-27
France	103	88	-16
Royaume-Uni	56	64	8

Source : comptes nationaux

Dans trois pays sur quatre, le ratio est en décroissance en raison de la rapide augmentation du patrimoine financier : c'est seulement au Royaume-Uni, grâce à la croissance des prix de l'immobilier, que le patrimoine résidentiel a fait mieux que résister à la très bonne tenue du London Stock Exchange. En Allemagne, le patrimoine résidentiel reste plus important que le patrimoine financier, mais son poids relatif a tout de même nettement diminué, ce qui est vérifié ci-dessous quand on calcule sa part dans le patrimoine total (tableau 37).

1.3 Du patrimoine résidentiel au patrimoine « total » des ménages

Ayant d'un côté la patrimoine financier des ménages et, de l'autre, le patrimoine résidentiel qui représente en général plus des quatre cinquièmes du patrimoine non financier des ménages, il est tentant d'en venir à une estimation d'un patrimoine presque « total » en sommant patrimoine financier et patrimoine résidentiel.

Tableau 36 **:Montant par habitant du patrimoine « total » des ménages**

(en euros)

	1995	2000	Annual increase
Royaume-Uni	73,945	109,057	8.1%
Italie	66,786	92,900	6.8%
Allemagne	75,266	91,351	3.9%
France	62,341	89,007	7.4%

Source : comptes nationaux

L'écart entre patrimoines extrêmes s'est un peu creusé entre les deux dates en raison de la forte croissance du patrimoine britannique et de la croissance légèrement plus modeste du patrimoine des Français. Le rapport Royaume-Uni/France est de 1,19 en 1995, il atteint 1,22 en 2000.

En ce qui a trait à la composition du patrimoine total, seul le patrimoine résidentiel des Allemands demeure, en fin de période, majoritaire dans le patrimoine total. Dans trois pays sur quatre, c'est une diminution de la part du résidentiel qui est observée. En revanche, au Royaume-Uni, partant de bas, c'est à une augmentation de cette part que nous assistons en raison d'une certaine « bulle » de l'immobilier.

Tableau 37 : **Part du patrimoine résidentiel dans le patrimoine total** (en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Allemagne	56	51	-4.59
Italie	55	49	-6.05
France	51	47	-4.06
Royaume-Uni	36	39	3.14

Source : comptes nationaux

2. Les patrimoines résidentiels dans les trois zones géographiques

On examinera tour à tour les patrimoines résidentiels par ménages ou par habitant, avant de les rapporter au revenu disponible ou aux actifs financiers des ménages. Enfin, comme pour les quatre pays européens, on cherchera à reconstituer un patrimoine « presque » total, financier et non financier.

2.1 En patrimoine par habitant ou par ménage, le Japon encore assez nettement détaché des deux autres zones géographiques

Compte tenu de ce que l'on sait de la charge foncière au Japon, il n'est pas surprenant de trouver ce pays en tête de classement : encore l'éventail s'est-il bien refermé au cours de la période. En 1995, le rapport Japon/Etats-Unis était en effet de 1,85, il n'est plus que de 1,16 en 2000 : entre temps la bulle immobilière a continué de se résorber au Japon et on assiste donc à un net reflux de la valeur du patrimoine par tête ou par habitant dans ce pays, alors que ce patrimoine progresse de façon assez soutenue dans les deux autres zones. Toutefois les prix de l'immobilier demeurent relativement élevés dans l'archipel, en raison de l'importance de la charge foncière.

Tableau 38 **: Le montant du patrimoine résidentiel par ménage dans les trois zones** (en euros)

	1995	2000	Annual Increase
Japan	143,732	121,181	-3.4%
Europe (4)	85,715	105,315	4.2%
US	78,301	103,705	5.8%

Source : comptes nationaux

Le fait que le patrimoine moyen des Européens vienne devant celui des Américains peut surprendre davantage : mais « l'échantillon » européen est réduit à quatre pays. Si ce classement était confirmé, même sur les seuls quatre pays européens considérés, il faudrait se demander si l'amortissement probablement plus rapide du patrimoine résidentiel aux Etats-Unis et peut-être des charges foncières plus légères ne contribuent pas à expliquer pour une bonne part ce résultat[19].

[19] Pour un commentaire dans le même sens, on pourra se reporter à The Global Savings Paradox, par Bruce Steinberg et Matthew Higgins, *The Global Economy*, Merrill Lynch, 1er mars 2002.

Tableau 39 **: Le montant du patrimoine résidentiel par habitant dans les trois zones** (en euros)

	1995	2000	Annual Increase
Europe (4)	35,067	44,515	4.9%
Japan	46,667	43,884	-1.2%
US	29,619	39,509	5.9%

Source : comptes nationaux

2.2 Des évolutions différentes selon que l'on considère le rapport au revenu disponible ou au montant des actifs financiers

Selon le ratio du patrimoine résidentiel au revenu disponible brut, l'écart pour une année donnée se creuse entre le Japon et les Etats-Unis par rapport aux tableaux précédents, parce que le revenu disponible des ménages est relativement très élevé aux Etats-Unis. Au cours de la période, il tend cependant à se réduire : le rapport entre les deux ratios est en effet de 2,40 en 1995, il n'est plus que de 1,90 en 2000, le ratio américain continuant d'augmenter et le ratio japonais faisant apparaître un sérieux tassement. Ce n'est pas que le revenu disponible des Japonais ait crû très vite, mais, on l'a vu, leur patrimoine résidentiel a nettement baissé.

Tableau 40 : **Rapport du patrimoine résidentiel au revenu disponible**
(en %)

	1995	2000	Croissance en points de percentage
Japan	330.8	294.0	-37
Europe (4)	265.2	290.0	25
US	137.6	155.1	18

Source : comptes nationaux

S'agissant du rapport du patrimoine résidentiel au patrimoine financier, dans les trois zones on observe une baisse, mais celle-ci reste modérée aux Etats-Unis où le patrimoine résidentiel a crû, on l'a vu, à un rythme tout à fait honorable. La hiérarchie entre les trois zones est d'autre part modifiée, l'Europe ayant ici le ratio le plus élevé en raison de la relative faiblesse de son patrimoine financier qui a été signalée dans la première partie de ce rapport. Mais, là encore, l'écart entre les trois zones s'est réduit – assez modérément il est vrai - puisqu'il était de 2,43 en 1995 et qu'il n'est plus que de 2,29 en 2000.

Tableau 41 : **Rapport du patrimoine résidentiel au patrimoine financier**

(en %)

	1995	2000	Croissance en points de percentage
Europe(4)	100.0	87.7	-12
Japan	82.1	67.0	-15
US	41.1	38.3	-3

Source : comptes nationaux

2.3 Du patrimoine résidentiel au patrimoine « total » des ménages

Comme pour les quatre pays européens, on peut utiliser les résultats précédemment donnés pour fournir une estimation d'un patrimoine « presque » total dans les trois zones étudiées.

Tableau 42 : **Montant du patrimoine « total » des ménages par habitant**

(en euros)

	1995	2000	Annual Increase
US	101,625	142,747	7.0%
Japan	103,525	109,418	1.1%
Europe (4)	70,132	95,252	6.3%

Source : comptes nationaux

En 1995, c'est encore le Japon qui est en tête avec un patrimoine total de 48% supérieur à celui des Européens. En 2000, ce sont les Etats-Unis qui ont pris la tête en raison de la croissance nominale très lente du patrimoine total des Japonais: le patrimoine total des Américains est de près de 50% supérieur à celui des Européens. La supériorité des Américains est donc moindre pour le patrimoine total qu'en ce qui concerne le seul patrimoine financier (rapport de 2,02) ; elle est cependant encore considérable. Le rapprochement Japon/Europe est, en revanche, spectaculaire : le rapport des patrimoines n'est plus en effet que de 1,15 en 2000 contre, on vient de le voir, 1,48 en 1995. Sur ces tendances, l'égalité entre les deux montants de patrimoine pourrait être proche, mais il est vrai que la croissance des patrimoines des Européens a, elle-même, beaucoup ralenti à partir du deuxième semestre de 2000.

Tableau 43 **: Rapport du patrimoine résidentiel au patrimoine « total » des ménages** (en %)

	1995	2000	Croissance en points de percentage
Europe(4)	50.0	46.7	-3.27
Japan	45.1	40.1	-4.97
Us	29.1	27.7	-1.47

Source : comptes nationaux

Dans les trois zones géographiques, la part du patrimoine résidentiel dans le patrimoine total diminue :

- en Europe, parce le patrimoine financier a vigoureusement crû au cours de la période ;
- au Japon, parce que le patrimoine résidentiel s'est nettement tassé dans un patrimoine total qui parvenait tout de même à croître lentement ;
- aux Etats-Unis, à un niveau il est vrai déjà modeste, le reflux du patrimoine résidentiel reste limité parce que les prix de l'immobilier ont raisonnablement progressé.

Puisque nous avons produit une estimation du patrimoine total des ménages, il est intéressant de rapporter leur passif total au montant de ce patrimoine. Au Japon, c'est la stabilité du rapport qui prévaut : le patrimoine total a crû lentement, mais le passif a fait de même(+1,2% en montant par tête). Aux Etats-Unis, le ratio d'endettement s'est quelque peu tassé malgré le dynamisme du passif (+5,8% par tête) parce que l'on a eu affaire à une croissance très soutenue du patrimoine total (+7% par tête). Quant à l'Europe, de façon générale, l'échantillon des quatre pays n'est pas suffisamment représentatif et cela est particulièrement vrai en matière d'endettement : sur les résultats disponibles, on note cependant que cet endettement ressort à un niveau très proche de celui du Japon et qu'il paraît également assez stable sur la période. La prise en compte de pays comme les Pays-Bas et le Danemark, pays où l'endettement a beaucoup progressé au cours de la seconde moitié des années 1990 pourrait amener à nuancer ce dernier jugement.

Tableau 44 **: Rapport du passif des ménages à leur patrimoine total**
(en %)

	1995	2000	Croissance en points de percentage
Europe (4)	13.7	13.4	-0.24
Japan	13.6	13.6	0.06
US	17.0	16.0	-0.97

Source : comptes nationaux

2.4 Une mesure synthétique : le rapport du patrimoine total net au revenu

Avec le rapport du patrimoine total net du passif au revenu disponible brut de la consommation de capital, on parvient à une variable très complexe dont l'évolution peut provenir de beaucoup de facteurs. En 1995, le rapport U.K./Allemagne est de 1,21, donc assez modéré. En 2000, ce rapport passe à 1,41 car le patrimoine net des Allemands n'a, depuis 1995, que faiblement progressé par rapport à leur revenu disponible en raison d'une augmentation modérée de leur patrimoine brut et, au contraire, d'un dynamisme assez soutenu de leur passif.

Tableau 45 **: Rapport du patrimoine total net des ménages au revenu disposable bruti** (en %)

	1995	2000	Variation en points de percentage
Royaume-Uni	500.2	631.3	131
Italie	541.3	621.7	80
France	416.5	524.8	108
Allemagne	413.4	437.2	24

Source : comptes nationaux et enquêtes nationales

Dans la comparaison des trois zones géographiques, l'écart se referme au contraire entre 1995 et 2000 : c'est en effet le Japon qui a le ratio le plus élevé, mais entre les deux dates, ce ratio est stable. A l'opposé, notamment à cause d'une endettement assez important, ce sont les Etats-Unis qui ont le ratio le plus faible, mais ce ratio progresse fortement en raison du dynamisme soutenu du patrimoine brut total.

Tableau 46 **: Rapport du patrimoine total net des ménages au revenu disposable bruti** (en %)

	1995	2000	Croissance en points de percentage
Us	391.8	470.5	79
Europe	458.0	537.2	79
Japan	634.3	633.0	-1

Sources : comptes nationaux, enquêtes nationales et estimations personnelles pour le Japon

Conclusion générale

Compte tenu de la diversité des données analysées, il est difficile de présenter une synthèse complète des résultats obtenus. Puisque le centre de gravité de l'étude était la comparaison Europe/Japon/Etats-Unis, c'est elle que nous allons ici privilégier.
Entre 1995 et 2000, **le patrimoine total par habitant** des Américains et des Européens (patrimoine financier et patrimoine résidentiel) a crû à un rythme soutenu compris entre 6 et 7% par an. Le patrimoine total par habitant au Japon n'a augmenté que d'environ 1% par an. Fin 2000, le patrimoine moyen des Japonais venait cependant encore en deuxième position, loin derrière celui des Américains et talonné maintenant par celui des Européens.
C'est qu'au Japon le **patrimoine résidentiel par habitant** régressait, alors qu'il progressait de 5 à 6% en Europe et aux Etats-Unis. Quant au **patrimoine financier par habitant**, il augmentait de plus de 7% par an aux Etats-Unis et en Europe, mais de moins de 3% au Japon. La langueur de l'économie japonaise s'est donc largement transmise à la dynamique patrimoniale des ménages résidents bien que leur taux d'épargne soit resté élevé.

Si l'on analysait en effet **les causes de variation des patrimoines** - ce qui n'était pas du tout l'objet de cette étude - on constaterait qu'entre les trois zones géographiques étudiées, ce sont les caractéristiques de la croissance économique en volume et en prix qui expliquent les écarts de croissance des patrimoines. S'agissant des Etats-Unis, le taux d'épargne des ménages a certes beaucoup baissé, mais les plus-values immobilières et mobilières ont été fort importantes. En Europe, le taux d'épargne des ménages a beaucoup moins baissé qu'aux Etats-Unis, mais les gains de détention ont été moins importants. Quant au Japon, le flux d'épargne a été contrebalancé par des moins values (immobilières et mobilières) considérables.

Finalement, le **rapport du patrimoine total des ménages net de passif à leur revenu** disponible brut de la consommation de capital s'est accru en 5 ans de près de 80 points de pourcentage aux Etats-Unis et en Europe, alors qu'il connaissait au contraire un léger tassement au Japon.
Cette dernière observation confirme la lenteur de la croissance du patrimoine total des Japonais qui a à peine atteint le rythme de croissance du revenu disponible, leur passif suivant d'ailleurs pratiquement aussi l'évolution de ce revenu. Aux Etats-Unis et en Europe, les passifs croissent au contraire nettement plus vite que le revenu disponible brut des ménages, mais pas plus vite que leur patrimoine total par rapport auquel le taux d'endettement reste stable.

L'évolution de la **composition du patrimoine financier** des ménages au Japon est également en fort contraste avec ce que nous observons au cours de la période dans les deux autres zones géographiques. Entre 1995 et 2000, la composition des patrimoines financiers des Japonais change peu et reste très traditionnelle (part très élevée de l'intermédiation bancaire). En Europe, les changements de composition sont au contraire très importants et vont dans le sens d'une augmentation de la part des actifs à risque : celle-ci a pu être analysée en profondeur en raison des détails supplémentaires que nous avons introduits dans plusieurs rubriques (assurance vie, fonds d'investissement et fonds de pension). Aux Etats-Unis, si les

changements de composition observés sont moindres, c'est que, dès 1995, on avait déjà affaire à une structure de patrimoine apparemment plus mûre : faible intermédiation bancaire, forte part de l'assurance vie et des fonds de pension, importance des actions détenus en direct.

On sait bien naturellement que les années 2001-2002 pourraient correspondre à une période de transition : au Japon, vers une reprise de la croissance après l'atonie de la décennie 1990-2000, en Europe et aux Etats-Unis, vers une croissance plus lente du patrimoine qui pourrait alors, en moyenne, ne plus être très supérieure à celle du revenu disponible.

*

* *

Patrimoine financier et réel des ménages
Notes Méthodologiques
(en anglais)

1. Issues in the treatment of the financial assets

Our approach has is roots in the system of national accounts and in particular the standards laid out in 1993 (SNA 1993). In recent years, major countries have been revising their financial accounts in accordance with the 93 SNA rules (ESA95 for European countries), in order to make the international comparison of financial asset an easier task.

Our aim is to analyse financial assets held by households.

Starting with definitions: a household[20] is a "small group of persons who share the same living accommodation who pool some, or all, of their income and wealth and who consume certain types of goods and services collectively, mainly housing and food". In the financial accounts the household sector consists of all resident households defined as institutional units which include "unincorporated enterprises owned by households, whether market producers or producing for own final use". "Only those households unincorporated market enterprises that constitute quasi-corporations are treated as separate institutional units".

> *In the **US** net worth of sole proprietorships is put in "proprietor's equity in non-corporate business[21]" and regarded as household financial assets. In the other countries, part of this amount (professional buildings, plant and machinery) is regarded as non-financial asset.*
> *Therefore in the US the ratio of "shares and other equities" and total assets is overestimated and the total amount of financial assets is also likely to be larger that that really pertaining to households.*
>
> *In order to overcome this problem, we decided to consider only 2/3 of the assets in the section "Equity in non-corporate business" which corresponds mainly to the value of the participation in non-listed companies.*

In the national financial accounts, households are generally analysed in conjunction with non-profit institutions. **Non-profit institutions serving households** "are legal or social entities created for the purpose of producing goods and services whose status does not permit them to a be a source of income, profit or financial gain to the units that establish, control or finance them".

> *Of the countries under analysis, only Japan and France provide data on financial assets of household and non-profit institutions separately. So we consider here the sum of sectors 14 and 15 in Esa95.*

Despite the publication of very detailed manuals, such as the one concerning the new European accounts system, which was first published in 1996, the international comparison of household assets is still difficult. Some harmonization and interpretation of official information published is needed. Moreover, we have often tried to go beyond the published information, trying to get more detailed breakdowns (e.g. Unit linked and non-unit linked life insurance assets, DC and DB pension fund

[20] System of National accounts 1993 p. 105
[21] Family's share of the sales value of sole proprietorships, limited partnerships, other partnerships, and/or other types of noncorporate businesses and the current value of one-to-four family rental properties.

assets, mutual fund composition), to get a better idea on the portfolio composition and on the risk borne by the average household in each country.

In Europe international comparison has become an easier task in the recent years, due to the progressive application of the ESA95 standards at national level (the process has still to be completed). More difficult is instead the data comparison between Europe, the United States and Japan, due to the lack of homogeneous accounting methods[22].

Given the set of information on national account data we could get from national and international institutions, we arrived to the definition of the following financial instrument classification:

	ESA95
1. Currency and transferable deposits	AF. 21 – AF 22
2. Other deposits	AF. 29
3. Money market funds	AF 521
4. Securities other than shares	AF. 3
5. Shares and other equity	AF. 5
5.1Of which shares	AF. 511
5.2 *Of which non listed shares and other equity*	*AF 512 AF 513*
6. Total mutual funds (excluding money market funds)	AF.52(excl. AF521)
6.1 Of which equity mutual funds	
6.2 Of which bond mutual funds	
6.3 Of which balanced mutual funds	
7. Life insurance	AF. 611
7.1 Of which Unit Linked	
7.2 Of which non Unit Linked	
8. Pension funds	AF. 612
8.1 Of which defined Benefit Plans	
8.2 Of which defined Contribution Plans	
9. Others	AF. 4, AF 62, AF 7
10. Total	AF.

[22] The Japanese accounts – especially the "flow of funds accounts" – are fairly close to the American accounts; in fact they were based on the American model in the years after the Second World War. All the information on Japan applies as at the end of the fiscal year (31 March every year): accordingly, the information for end 2000 on financial assets for example concerns in fact 31 March 2001.

1. In **Currency and transferable deposits** are included:
- notes and coins in circulation commonly used to make payments;
- those deposits (in national or in foreign currency) immediately convertible into currency or transferable by check, bank order, debit entry or the like, both without any kind of significant restriction or penalty.

2. Other deposits include all deposits (in national or in foreign currency) other than transferable deposits. Typical forms of deposits that should be included under this classification are: non-transferable saving deposits, term deposits, non transferable deposits denominated in foreign currencies.

We didn't find significant problems for these two category groups. Just in the case of the UK we did not find the distinction between transferable and other kinds of deposits, and we had to proceed with an estimation.

3. Money and market funds include those mutual funds investing in liquid assets.

In the case of money market funds we used the Fefsi (Federation of XXXX) classification, which includes in the money market funds those mutual funds investing in financial instruments with maturities of one year or less. Most countries now tend to use this definition, the process of harmonization has not been completed yet. In Italy this classification was introduced in 1998. Before that date all funds investing in financial instruments with maturities of 2 years or less were considered in the money market fund category.
*Money market funds separate detailed data held by households are available just for **France, Japan** and **US**. The other countries include this amount in mutual fund asset, and there is no possibility to know how much of the money market funds sold by intermediaries to the market are directly owned by households.*
*In **Japan** the amount is not explicitly evidenced in the household financial accounts table published by the Bank of Japan (money market funds are included in the "securities investment trust" category group). We got this data from TOUSHIN, the Japanese institution responsible of the collection of mutual fund industry statistics, which gives the amount of money market funds held by the household sector.*
For the rest of the countries under analysis we estimated the money and liquid component starting from the mutual fund statistics of the overall industry, assuming that household mutual fund mix is close to that of the overall market.

4. Securities other than shares include:
- bills, defined as "securities that give the holders the unconditional right to receive stated fixed sums on a specified date";
- bonds and debentures, "securities that give the holders the unconditional right to fixed money income or contractually variable money income";
- certificates of deposits;
- commercial paper;
and other similar instruments normally traded in the financial market.

*In the **US** bonds are evaluated on a face value basis, while in the other countries they are evaluated on a market value basis.*

5. Shares and other equities: financial assets that represent property rights on corporations or quasi-corporations. These financial assets generally entitle the holders to a share in the profits of the corporations and to a share in their net assets in the event of liquidation. Equity securities do not provide the right to a predetermined income or to a fixed sum on dissolution of the corporations.

Shares: Shares cover beneficial interest in the capital of corporations in the form of securities, which in principle are negotiable. Shares are split, when possible, between **quoted** and **non-quoted**.

There are not special problems about the estimation of listed share. But is important to emphasise that the household listed shares portfolio seems to be obtained frequently as a residual data from the other sectors

The ESA instruction says that listed shares are to be valued at a representative mid-market price observed on the stock exchange or other organised markets.
The value of non-listed shares, which are not regularly traded on organised markets, should be estimated with reference to the values of listed shares. However, these estimates should take into account differences between the two types of shares, notably their liquidity, and they should consider the reserves accumulated over the life of the corporation and its branch of business.
The estimation method applied depends very much on the basic statistics available. It may take into account, for example, data on merger activities involving non listed companies. Furthermore, in cases where the reserves of non quoted corporations differ on average, and in proportion to their nominal capital, from that of quoted corporations it would be appropriate to calculate the current price of non-listed companies as a proportion of other figures including reserves, or as own funds compiled according to ESA principle:

A= current price of non listed shares
B= current price of listed share
C= own funds (non listed shares) / own funds (listed share)

$$A = B \times C$$

The ratio of current price to own funds may vary with the branch of business. Therefore, it is preferable to calculate the current price of non listed shares branch by branch. There may be other differences between listed and non-listed, which may have an effect on the estimation method.

*In **France** the measurement of non listed shares is done summing up the paid-in capital and reserves and then multiply to this amount the ratio between the market value of listed companies and their own funds. The Bank of France is evaluating how to improve this estimation methodology. The first results will not be officially published until 2004, but some non-official results are already available; we used here the new valuation of F512 delivered by the French " Commissariat général du plan" (July 2002).*

***Italy** applies the esa95 methodology for large non-listed companies. For non-listed small-medium size firms the evaluation is done according to their book value. Listed companies are evaluated as according to their market capitalisation. In general, the series published are likely to be revised in the future, possibly significantly.*
The series for the household sector are obtained as a residual, by subtracting the quantities attributed to all the other sectors. The listed shares held by households include shares acquired directly and those acquired via portfolio management schemes.
In the Bank of Italy annual report there is the distinction between domestic and foreign shares. Domestic shares are then divided between listed and non-listed. The bank of Italy Research department provided us also of the percentage of listed and non- listed in the case of foreign shares.

*In the **UK** also applies the esa95 methodology, but they are still working on their estimations.*

*In **Germany** non listed companies are evaluated as according to their book value by applying a 30% increase, in order to take into account of reserves.*

*In **Spain** the valuation of non-listed shares issued by banks is done by applying the ESA 95 recommended ratio (capitalisation/own funds ratio of quoted corporations of a similar size and activity). On the other hand, in the case of non-financial corporations the value of unquoted shares has been estimated taking the discounted value of the flows of expected profits.*

*In **Netherlands** non-listed shares are evaluated at own reserves and calculated as a residual for the household sector.*

6. A **mutual fund** is : Shares issued by a specific type of financial corporations, whose exclusive purpose is to invest the funds collected in financial markets and/or in real estate.
This asset includes the shares issued by financial corporation called according to country, mutual funds, unit trusts[23], investment trusts and other collective investment schemes, e.g. (UCITS), whether they are open-ended[24], semi-opened or closed-end funds[25].
These shares may be listed or non-listed
. When they are not listed, they are usually repayable on request, at a value corresponding to their share in the own funds of the financial corporation. These own funds are revalued regularly on the basis of the market prices of their various components.

Investment in bank personal trusts and Estates: Bank personal trust are legal entities established at banks and non-depository trust companies by individuals to invest in assets for the benefit of the owners or other persons; the sector also includes estates of deceased persons being administered by banks and trust companies[26].

*In the **US** mutual funds, we include also investment in bank personal trust and real estates.*

***France** only provides a detailed segmentation of mutual funds asset. The other countries just give the total amount held by households, netted out of the pension fund and insurance component. We tried to estimate the mix (Equity, Bond, Balanced) using Fefsi data. Fefsi data, however, only refer to domestic harmonised funds and not foreign funds. Moreover, this amount refers to the overall industry and not just households. We assumed that households mutual fund portfolio mix resembles the portfolio mix of the total industry. This estimation gives satisfactory results especially for those countries, which have the 80-90% of the total mutual funds in the hand of household. (e.g. in **Italy** and **Spain**).*
*For the **US** we use ICI non- proprietary mutual fund asset mix, which includes all the mutual funds industry*

7. Life insurance consists of provisions against outstanding risks and provisions for with-profit insurance that add to the value on maturity of with-profit endowments or similar policies.

Unit linked: Are life insurance instruments which link the return on the capital invested to the performance of an index or a financial portfolio (e.g. mutual fund). The financial risk is borne by subscribers.

---

[23] UNIT TRUSTS is similar to a closed-end fund in that the number of unit certificates is fixed.
[24] OPEN END FUND continually stand ready to sell new shares to the public and to redeem their outstanding shares on demand at a price equal to an appropriate share of the value of their portfolio, which is computed daily at the close of the market.
[25] CLOSED END FUNDS sell shares like any other corporation but usually do not redeem their shares. Transactions are exactly like purchasing and or selling a common stock of a company (in Japan)
[26] Guide to the US Flow of Funds Accounts vol 2, page 1002.

The amount of the unit linked has been calculated using the percentage estimated by CEA (European life insurance in figures) Eurostat (Special feature on insurance and pension funds, European Commission) for the life insurance business.

8. Pension funds consist on the reserves held by funds to provide pensions for employees or self-employed.

8.1 In **defined contribution schemes,** future benefits vary according to the fund's asset and the returns of the funds invested; this kind of schemes is then sensitive to economic fluctuations and subject to the manager's financial ability. This type of schemes is attractive because the mobility of employees is possible as vested rights can be easily calculated before the term.

8.2 Defined benefits schemes guarantee the payment of a certain replacement of income. This second kind of schemes is supposed to decline, as it is less flexible than defined contribution schemes in terms of labour mobility.

9. Other: Financial assets created as counterpart of a financial or a non-financial transaction in cases where there is a discrepancy between the time when the transaction occurs and the corresponding payment.

We include also in this group:

1) (F62) Prepayments of insurance premiums and reserves for outstanding claims. Prepayments result from the fact that insurance premiums are generally paid in advance. Thus at the end of the period some of the reserves outstanding refer to the following period and should not be considered in the life insurance group. Reserves for outstanding claims are reserves that insurance enterprises hold in order to cover the amounts they expected to pay out in respect of claims that are not yet settled or claims that may be disputed.

2) (F62) Non-life insurance reserves

3) (F4) loans: Financial assets created when creditors lend funds to debtors, either directly or through brokers, which are either evidenced by non-negotiable documents or non evidenced by documents.

4) Security credit: Security credit consists of loans to security brokers and dealers from the commercial banking sector for purchasing and carrying securities, as well as customer credit and debit balances with brokers and dealers[27].

4) Severance pay reserves, (the so called «Trattamento di fine rapporto» (TFR)). In Italy private sector workers when leaving the firm are entitled to receive a severance pay-benefit proportional to the years of service into the firm. Firms in order to finance the TFR hold reserves on behalf of workers.

2. Limits in the analysis of household liabilities

Household liabilities include home mortgage debt, consumer credit, bank loans not elsewhere classified, marginal loans, and loans against life insurance policies. They don' t include fiscal or social debits or other forms of liabilities.

*In the national accounts household liabilities are simply divided as according to their maturity (short, medium and long). We considered more interesting to distinguish between consumer credit, mortgages and professional credit. On these segmentation have detailed data only for **France, Germany, Italy,** the **Netherlands**, the **US** and **Japan**.*

[27] Guide to the US Flow of Funds Accounts vol 2, page 974.

*In the case of **Italy** we used the table TDME0070 published by the Bank of Italy. This table gives the amount of bank loans directed towards household divided as according to their final destination. Loans comprise performing loans, bad debts and repo assets.*
We applied the same percentages coming from this table to the total household liabilities as coming from the national account table. The total amount of the two tables does not coincide since the national financial accounts are evaluated on an accrual basis, while bank loans are evaluated on a cash basis.

***Japanese** and **US** data on liabilities are only partially comparable to those coming from the European countries, as they are divided as according to their purpose and not their duration (like in Europe).*

*In **Japan** the voice housing loans is given by the sum of housing loans by private financial institutions and housing loans by public financial institution. In the case of consumer credit we consider consumer credit by private financial institution and ½ of the loans by public financial institution, after having excluded housing loans and loans by public institution of sector s15. The latter are on the other hand included in the professional credit, as well as the remaining part of the loans by public institutions and loans to companies and governments.*

*As far as the **US** are concerned, in household and non-profit organisation balance sheet we have detailed information on consumer credit. To this amount we sum life insurance premiums and home mortgages. Professional credit is given, instead, by the sum of Municipal securities, Bank loans, Other loans and advantages, commercial mortgages, security credit and trade payables.*

3. Issues in the analysis of real estate

Real estate: Entities, over which ownership rights are enforced by institutional units, individually or collectively, and from which economic benefits may be derived by they owners by holding them, or using them over a period of time, that consist of tangible assets, both produced and non-produced, and most intangible assets for which no corresponding liabilities are recorded.

Dwellings: Buildings that are used entirely or primarily as residences, including any associated structures, such as garages, and all permanent fixtures customarily installed in residences.

Land underlying buildings: Land on which dwellings are constructed or into which their foundations are dug, including yards and gardens deemed an integral part of farm and non-farm dwellings and access roads to farms.

*We could get some information on real assets only for **France, Italy, Germany, Us** and **Japan**. The sources of the information and estimation methods are not homogeneous and data are only partially comparable.*

*In the case of **Italy**, the estimation was made on the basis of the information coming from the Bank of Italy Household survey (the average the real estate assets held by households multiplied by the number of households).*
For the other countries we used the data published in the household non-financial balance sheet accounts.

*In the case of **Japan** we consider the ¾ of the land indicated by the non-financial accounts as land underlying buildings.*